GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Matthias A. Vogt

Sanierungsplanung

Eine Darstellung innerhalb und außerhalb des Insolvenzrechts



Vogt
Sanierungsplanung

GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Matthias A. Vogt

Sanierungsplanung

Eine Darstellung innerhalb und außerhalb des Insolvenzrechts

Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH

Die Deutsche Bibliothek - CIP-Einheitsaufnahme

Vogt, Matthias A.:
Sanierungsplanung : eine Darstellung innerhalb und außerhalb des Insolvenzrechts
/ Matthias A. Vogt. - Wiesbaden : Dt. Univ.-Verl. ; Wiesbaden : Gabler, 1999
(Gabler Edition Wissenschaft)
Zugl.: Gießen, Univ., Diss., 1999

Lektorat: Ute Wrasmann / Sabine Schöller



http://www.gabler.de
http://www.duv.de

Höchste inhaltliche und technische Qualität unserer Werke ist unser Ziel. Bei der Produktion und Verbreitung unserer Werke wollen wir die Umwelt schonen. Dieses Buch ist deshalb auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier gedruckt. Die Einschweißfolie besteht aus Polyäthylen und damit aus organischen Grundstoffen, die weder bei der Herstellung noch bei der Verbrennung Schadstoffe freisetzen.

ISBN 978-3-8244-7002-0 ISBN 978-3-663-08935-3 (eBook)
DOI 10.1007/978-3-663-08935-3

„Wo viel verloren wird,
ist manches zu gewinnen." [1]

Vorwort

Unternehmungssanierungen gehören zu den schwierigsten und herausforderndsten unternehmerischen Führungsaufgaben. Sie müssen sorgfältig geplant werden, um Risiken frühzeitig erkennen und verbleibende Chancen konsequent nutzen zu können. Dies ist der erste Teil einer Sanierungsplanung, die außerhalb und seit dem Januar 1999 in Deutschland nach US-amerikanischem Vorbild auch im Rahmen eines insolvenzrechtlichen Verfahrens erfolgen kann. Wird die Erhaltung der Unternehmung als oberstes Sanierungsziel unterstellt, so muß danach gefragt werden, was es in Bewältigung der Krise zu erhalten bzw. zu schaffen gilt. Aufbauend auf diese Frage wird in der vorliegenden Arbeit eine wertorientierte Sanierungszielkonzeption vorgeschlagen. Unternehmungssanierungen sollen substantielle Wertvernichtung beenden und neue Unternehmungswerte schaffen. Daraus ergibt sich der zweite Teil einer Sanierungsplanung: die Verteilung erhaltener bzw. generierter Werte an die Interessengruppen der Unternehmung.

Die vorliegende Arbeit, die ich inhaltlich bereits gegen Ende 1997 abgeschlossen habe, wurde als Dissertation an der Justus-Liebig-Universität Gießen angenommen. Sie konnte nur durch die Hilfe von verschiedener Seite entstehen. Danken möchte ich zunächst meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Dr. h.c. Dietger Hahn für seine Betreuung und Förderung. Herrn Prof. Dr. Karl Weber danke ich sehr für die Erstellung des Koreferats. Ganz besonders verbunden bin ich Prof. Dr. Stuart C. Gilson für die freundschaftliche Aufnahme und Unterstützung während meines Forschungsaufenthaltes und Studiums an der Harvard Business School. Ein Ergebnis dieser Zeit ist die Fallstudie der FAG Kugelfischer, die ich als Koautor mit Herrn Prof. Gilson als Harvard Business School Case Study entwickeln durfte. Der Konrad-Adenauer-Stiftung gebührt mein Dank für die finanzielle Förderung des Dissertationsvorhabens. Nur ihr Promotionsstipendium verhinderte, daß ich selbst zum Sanierungsfall wurde. Zu großem Dank bin ich auch den befragten Experten verpflichtet, die sich trotz ihrer großen Arbeitsbelastung die Zeit für eine Diskussion nahmen. Meinen Freunden Dipl.-Kfm. Christian Rieger, MBA, und Dipl.-Kffr. Anja Sauer danke ich für ihre Unterstützung. Meiner Frau Runa möchte ich für ihre Geduld sowie für das Hinweghelfen über einige kleinere und größere Krisen bei der Erstellung dieser Arbeit danken. In erster Linie danke ich jedoch meiner Mutter für die Unterstützung in Rat und Tat während der langen Zeit des Studiums.

Matthias A. Vogt

[1] Goethe, Maskenzug in Weimar 1818, Wallensteins Lager.

Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
A.d.V.	Anmerkung des Verfassers
AG	Aktiengesellschaft
APV	Adjusted Present Value
AktG	Aktiengesetz
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BB	Betriebsberater
Bd.	Band
BetrVG	Betriebsverfassungsgesetz
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEO	Chief Executive Officer
DB	Der Betrieb
DBW	Die Betriebswirtschaft
DGfB	Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft
d.h.	das heißt
DIP	Debtor in possession
DU	Die Unternehmung
EStG	Einkommensteuergesetz
EK	Eigenkapital
et al.	et alia, et alii
etc.	et cetera
e.V.	eingetragener Verein
f.	folgende Seite, Spalte
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
F&E	Forschung und Entwicklung

ff.	fortfolgende Seiten, Spalten
FK	Fremdkapital
GesO	Gesamtvollstreckungsordnung
ggf.	gegebenenfalls
GK	Gesamtkapital
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HBR	Harvard Business Review
HGB	Handelsgesetzbuch
hrsg.	herausgegeben
HWB	Handwörterbuch der Betriebswirtschaft
HWF	Handwörterbuch der Finanzwirtschaft
HWFü	Handwörterbuch der Führung
HWO	Handwörterbuch der Organisation
HWPlan	Handwörterbuch der Planung
HWR	Handwörterbuch des Rechnungswesens
IKT	Informations- und Kommunikationstechnologie
i.d.R.	in der Regel
insb.	insbesondere
InsO	Insolvenzordnung
io	Management Zeitschrift Industrielle Organisation
i.V.m.	in Verbindung mit
i.w.S.	im weiteren Sinne
JfB	Journal für Betriebswirtschaft
Jg.	Jahrgang
JÜ	Jahresüberschuß
KO	Konkursordnung
KStG	Körperschaftsteuergesetz
KTS	Zeitschrift Konkurs-, Treuhand- und Schiedsgerichtswesen
LBO	Leveraged Buy-Out
M&A	Mergers&Acquisitions
MBI	Management-Buy-In
MBO	Management-Buy-Out

Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
Nr.	Nummer
OHG	Offene Handelsgesellschaft
o.J.	ohne Jahresangabe
o.S.	ohne Seitenangabe
o.V.	ohne Verfasser
RKW	Rationalisierungs-Kuratorium der deutschen Wirtschaft e.V.
ROI	Return on Investment
S.	Seite, -n
SML	Security Market Line
sog.	sogenannt, -e, -er, -es, -en
Sp.	Spalte, -n
u.a.	unter anderem
VerglO	Vergleichsordnung
Vgl.	Vergleiche
WACC	Weighted-Average Cost of Capital
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium
WISU	Das Wirtschaftsstudium
WiWo	Wirtschaftswoche
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zero-Base-Budgeting
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfbF	Zeitschrift für die betriebswirtschaftliche Forschung
ZfürO/zfo	Zeitschrift für Organisation/ Zeitschrift Führung und Organisation (ab 1982)
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
z.T.	zum Teil
zzgl.	zuzüglich

Abbildungsverzeichnis

Abbildung Nr.

„Corporate Restructuring is all about creating value."[1]

1. Einführung

1.1 Problemstellung

Der **Existenzkampf** ist der Normalfall für Unternehmungen in einer freiheitlichen Wirtschaftsordnung.[2] Er ist Konsequenz des **Wettbewerbs**, d.h. des konstitutiven Merkmals eines jeden marktwirtschaftlichen Wirtschaftssystems. Jede privatwirtschaftliche Unternehmung, die sich diesem Wettbewerb stellt, stellt sich damit auch einem **Bestandswettbewerb**. Dieser stellt sicher, daß durch das Ausscheiden einzelner Unternehmungen in einem Prozeß schöpferischer Zerstörung die Effizienz des Gesamtsystems erhalten wird.[3] Die Zerschlagung von Unternehmungen ist jedoch mit Kosten verbunden. Zudem stellt sich das, was aus gesamtwirtschaftlicher Sicht wünschenswert erscheint, aus der Sicht der Betroffenen naturgemäß anders dar. Deshalb sind akut krisenhafte Unternehmungen zu **sanieren**, d.h. zu erhalten und danach weiterzuentwickeln, falls angenommen wird, daß mit ihnen die Ziele der Beteiligten wieder bestmöglich erfüllt werden können.[4]

Kern einer jeden Unternehmungssanierung ist der Sanierungsplan. Mit Einführung des neuen Insolvenzrechts im Januar 1999 können Sanierungspläne sowohl außerhalb als auch im Rahmen eines gerichtlichen Insolvenzverfahrens erstellt werden. In beiden Fällen beinhalten Sanierungsplanungen prinzipiell **zwei Teilaufgaben**, die durch die beiden Seiten der Bilanz symbolisiert werden. **Einerseits** nehmen sie den grundlegenden Wandel strategischer und operativer Aktivitäten der Unternehmung gedanklich vorweg und zeigen auf, wie ihre Existenz kurz- und langfristig zu sichern ist. Neben der Neustrukturierung der Vermögensgegenstände und Operationen hat der Sanierungsplan eine **zweite Funktion**: Er stellt die Basis für eine Neuverhandlung der Ansprüche an die Unternehmung dar, um diejenigen Werte zu verteilen, welche durch die Unternehmung generiert werden. Dies wird durch die rechte Seite der Bilanz symbolisiert, welche die finanziellen Ansprüche an das Vermögen und die Cash-flows der Unternehmung aufzeigt. Jedoch werden im Rahmen von Unternehmungssanierungen keineswegs nur die Ansprüche von Eigen- und Fremdkapitalgebern neu ausgehandelt. Vielmehr sind typischerweise z.B. auch Zulieferer, Führungskräfte, Mitarbeiter, die Gemeinden in denen die

---

1 Gilson, S. C., (1997), S. 1.

2 Vgl. Albach, H., (1979), S. 9 f.

3 Vgl. dazu z.B. Witte, E., (1981), S. 12; Szyperski, N., (1981), S. 165 ff.; Albach, H., Albach R., (1989), S. 142.

4 Vgl. grundlegend Hahn, D., (1996), S. 13 und Hahn, D., (1981), S. 1083.

Unternehmungen ansässig sind, usw. von dieser Neuverhandlung betroffen. Dieses „*recontracting*" der Ansprüche an die Unternehmung hat im Rahmen eines gerichtlichen Insolvenzverfahrens eine herausragende Bedeutung, findet jedoch auch in einem außergerichtlichen Sanierungsprozeß statt.

Unternehmungssanierungen sind stark vom jeweiligen Einzelfall geprägt. Sollen allgemeingültige Aussagen zu diesem Themengebiet gemacht werden, so ist ein Abstraktionsniveau zu wählen, das die Möglichkeit eröffnet, den jeweiligen Einzelfall in den Kontext des beschriebenen Ansatzes einzuordnen. Deshalb beschreibt diese Arbeit den Sanierungsplan als Instrument, das an den jeweiligen Einzelfall anzupassen ist. Die Sanierungsplanung wird ferner auf der Basis einer **wertorientierten Sanierungszielkonzeption** dargestellt, da **die Erhaltung und Schaffung von (Unternehmungs-) Werten im Mittelpunkt einer jeden Sanierung steht**. Die Unternehmungssanierung, steht damit der Insolvenz, als ggf. „Wertvernichter schlimmster Art",[5] entgegen. Dies bedeutet auch, daß die **Unternehmungssanierung als Investitionsprojekt** aufgefaßt und explizit eine **Investorenperspektive** eingenommen wird. Die Grundlage für eine Investitionsentscheidung wird durch den Sanierungsplan geschaffen, der es auf der anderen Seite ermöglichen sollte, Sanierungsstrategien anhand der zu erwartenden Steigerung des Unternehmungswertes zu beurteilen.

1.2 Ziel und Gang der Arbeit

Das **Ziel dieser Arbeit** besteht darin, die **Sanierungsplanung** als strategische Führungsaufgabe **außerhalb und im Rahmen des Insolvenzrechts zu kennzeichnen**. Zudem soll ein investitionstheoretisch fundierter und differenzierter Ansatz zur Planung von Unternehmungssanierungen entwickelt werden, der auf die speziellen Gegebenheiten eines jeden Einzelfalls angepaßt werden kann. Die Unternehmungssanierung wird dabei als Aufgabe zur Erhaltung und Schaffung von Unternehmungswert angesehen. Zur Kennzeichnung einer so verstandenen Sanierungsaufgabe wird jedoch nicht nur auf die **Investitionstheorie** zurückgegriffen. Vielmehr soll weiterhin die spezielle **Anreizstruktur** der „Investitionsentscheidung Sanierung" herausgearbeitet werden.

Kapitel 2 legt das **theoretische Fundament** dieser Arbeit. Die Ausgestaltung einer Sanierungsplanung hängt grundlegend davon ab, welches Unternehmungsverständnis verfolgt wird.

---

5 Jaeger, E., (1932), S. 216.

Deshalb sollen nach dieser Einführung zunächst die system-, koalitions-, vertrags- und entscheidungstheoretischen Grundlagen erörtert werden, auf denen diese Arbeit basiert. Auf dieser Basis sind besonders die Anreizstrukturen einer Unternehmungssanierung herauszuarbeiten. **Sanierungsplanungen** können prinzipiell außerhalb oder im Rahmen eines gerichtlichen Insolvenzverfahrens erfolgen. **Kapital 3** umfaßt deshalb zunächst die Darstellung der Sanierungsplanung außerhalb des Insolvenzrechts. Die Sanierungsplanung wird auf system- und entscheidungstheoretischer Grundlage geschildert sowie ihre Funktionen und an sie zu stellende Anforderungen thematisiert. Als Grundlage wird der **planungstheoretische Ansatz** nach HAHN gewählt, der sowohl theoretisch fundiert ist als auch eine hohe Praxisrelevanz besitzt. Danach erfolgt die Einordnung der Sanierungsplanung im neuen deutschen Insolvenzrecht, bevor die Sanierungsplanung nach US-amerikanischem Insolvenzrecht geschildert wird, auf der das deutsche Insolvenzrecht beruht.

Kapitel 4 stellt die **Einordnung der Sanierungsplanung als wertorientierte strategische Führungsaufgabe** in den Mittelpunkt. Hier wird die Sanierungsplanung zunächst als Aufgabe zur Erhaltung und Schaffung von Unternehmungswert diskutiert. Danach soll die Unternehmungssanierung, ihre Chancen und Risiken, aus der Sicht von Investoren skizziert werden. In diesem Rahmen wird zudem ein Überblick über Investitionsstrategien in den USA gegeben, die auf der Ausgestaltung des Sanierungsplans beruhen. **Kapitel 5** beinhaltet die Darstellung der **Unternehmungsbewertung** im Rahmen einer Sanierungsplanung. Hier wird speziell ein Bewertungsverfahren vorgeschlagen, das sich für die Bestimmung von Fortführungswerten akut krisenhafter Unternehmungen besonders eignet. Darüber hinaus findet eine Besprechung der wichtigsten Einflüsse statt, denen die Unternehmungsbewertung ausgesetzt ist.

Kapitel 6 beschäftigt sich mit der **Planung genereller Sanierungswert-, Sach- und Sozialziele**. Die beteiligten Interessengruppen müssen sich dabei über die zukünftig angestrebten Zustände der Unternehmung Klarheit verschaffen. Ausgangspunkt einer Sanierung sollte auf jeden Fall eine zentrale neue Unternehmungsidee bzw. Vision sein, die als Fixpunkt für eine Umgestaltung der Unternehmung dient. **Kapitel 7** umfaßt die Planung von Vorgehensweisen genereller Art zur Ausgestaltung eines Führungskräfte-Anreizsystems im Rahmen einer Unternehmungssanierung.

In **Kapitel 8** schließt die Arbeit mit einer **thesenförmigen Zusammenfassung** der Ergebnisse. Den **Aufbau der Arbeit** veranschaulicht Abbildung Nr. 1.1 im Überblick.

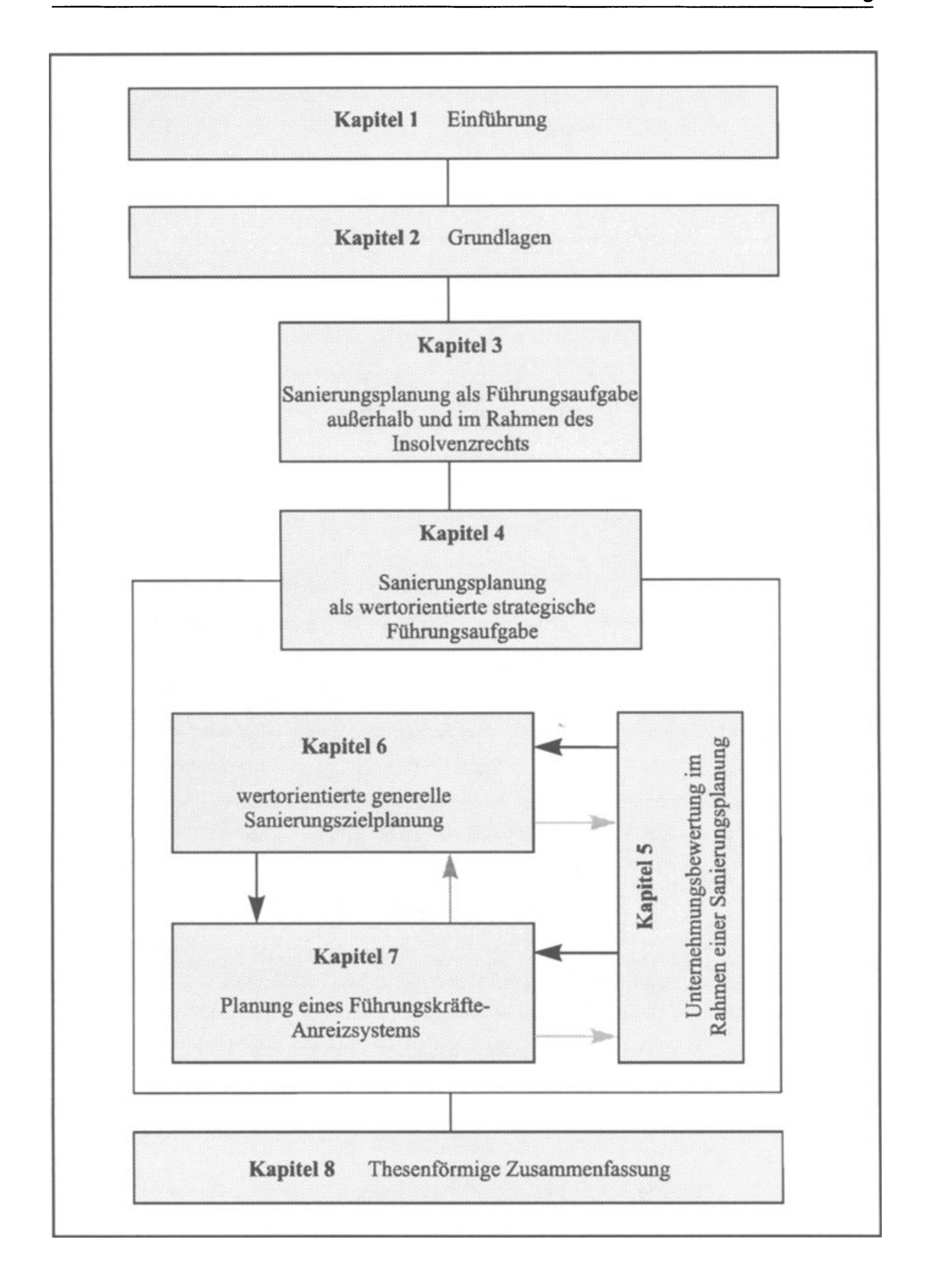


Abbildung 1.1: Aufbau der Arbeit

„Die Stellung zum Problem der notleidenden Unternehmung ergibt sich aus der betriebswirtschaftlichen Anschauung überhaupt."[1]

2. Grundlagen

2.1 Unternehmung - Unternehmungsführung

2.1.1 Systemtheoretische Kennzeichnung der Unternehmung

Zur grundlegenden Kennzeichnung einer Unternehmung erscheint es bei dem Erkenntnisobjekt dieser Arbeit zunächst zweckmäßig, auf die **Systemtheorie** zurückzugreifen, um darauf aufbauend eine systemtheoretische Analyse der Unternehmungskrise und ihrer Bewältigung durchzuführen.

Die auf BERTALANFFY zurückgehende Systemtheorie eignet sich als „interdisziplinäre Metatheorie“ zur Beschreibung und Analyse äußerst verschiedenartiger, komplexer Problemkreise und Untersuchungsgegenstände.[2] Als stark abstrahierende „Betrachtungsperspektive“[3] versucht sie, untersuchte Phänomene aus verschiedenen wissenschaftlichen Disziplinen nach einheitlichen Prinzipien zu beschreiben sowie zu deuten, um auf diese Weise eine **interdisziplinäre Integration** der Denkansätze, Untersuchungsmethoden und Gestaltungstechniken zu erreichen. Dabei liegt dem systemtheoretischen Paradigma implizit die Annahme zugrunde, daß unterschiedliche Phänomene(nsysteme) formal analoge Systemstrukturen aufweisen.[4]

In der Betriebswirtschaftslehre fand die systemtheoretische Betrachtung verschiedener Erkenntnisgegenstände, und speziell die **Interpretation der Unternehmung als System**, eine weite Verbreitung.[5] Dies läßt sich unter anderem darauf zurückführen, daß so das äußerst komplexe und vielschichtige „Phänomen Unternehmung“ - je nach untersuchter Fragestellung - einer vereinfachten Analyse unterzogen werden kann, ohne eine ganzheitliche Sichtweise aufgeben zu müssen. Ausgehend von der Interpretation eines Systems als „ein aus Teilen bestehendes Ganzes“[6] oder - kaum weniger abstrakt - als eine geordnete Gesamtheit von Elementen,

---

1 Fleege-Althoff, F., (1930), S. 8.

2 Vgl. grundlegend Bertalanffy, L. v., (1949).

3 Ulrich, H., (1989), S. 13.

4 Vgl. Bertalanffy, L. v., (1973), S. 155.

5 Vgl. zum systemtheoretischen Ansatz in der Betriebswirtschaftslehre - auch „St. Gallener Schule“ genannt - Ulrich, H., (1970); Ulrich, H., (1989), S. 13 f.; Bleicher, K., (1970), S. 3 ff.; Alewell, K., Bleicher, K., Hahn, D., (1971), S. 159.

6 Ulrich, H., (1989), S. 14. Abgeleitet vom griechischen systema: „das Zusammengestellte.“

zwischen denen Beziehungen bestehen, wird die **Unternehmung als System** oder als **Subsystem** eines in der **Systemhierarchie** übergeordneten Systems (z.B. als Element der Volkswirtschaft) aufgefaßt.[7] Zudem kann eine Betrachtung von Subsystemen des Systems Unternehmung erfolgen.

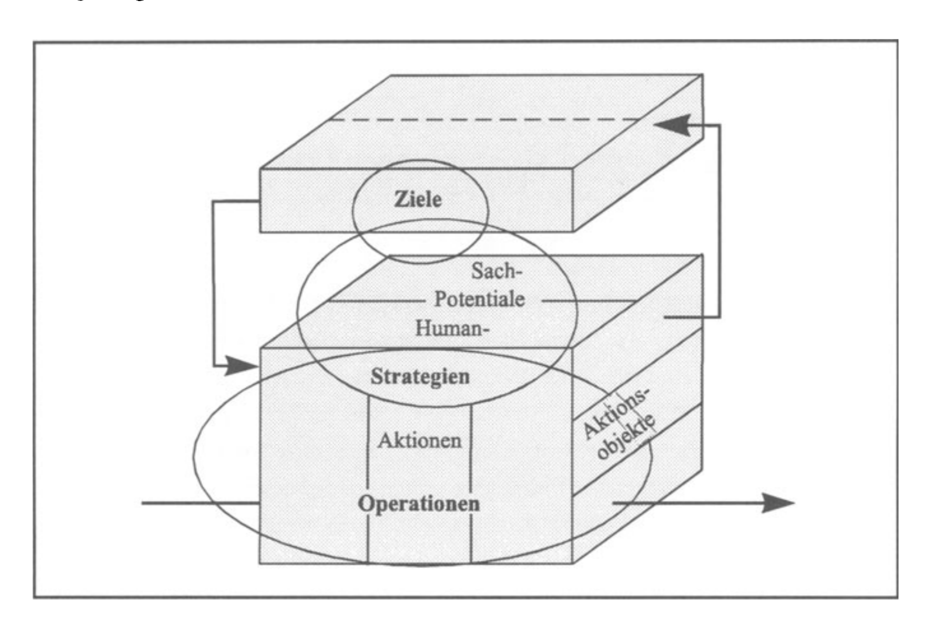


Abbildung 2.1: Unternehmung als System[8]

Als **Elemente** des Systems Unternehmung kann man **Ziele**, **Potentiale**, **Aktionen** und **Aktionsobjekte** ansehen.[9] So kann beschrieben werden, daß Menschen, Maschinen und Mensch/-Maschine-Kombinationen als (sozio-technische) Potentiale, zielgerichtet Aufnahme-, Verarbeitungs- und Abgabetätigkeiten (Aktionen) an Informationen, Realgütern und Nominalgütern (Aktionsobjekten) durchführen. Als Resultate ergeben sich Informations-, Realgüter- und Nominalgüterströme, welche als **Beziehungen** für eine Verknüpfung der Systemelemente und des Systems Unternehmung mit seinem Umsystem sorgen. **Unternehmungen sind damit offene Systeme, die**, aufgrund der Vielzahl ihrer unterschiedlichen Elemente und des wechselseiti-

7 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 6 sowie die dort angegebene Literatur, speziell Ulrich, H., (1970), S. 109 und einen Überblick zu verschiedenen Systemdefinitionen bei Patzak, G., (1982), S. 18; Höhm, H.-P., (1973), S. 31 ff.; Fuchs, H., (1973), S. 34 ff.

8 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 3.

9 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 8 ff.

gen Beziehungsgeflechts zwischen diesen, **äußerst komplex sind**. Charakteristisch für Unternehmungen ist zudem, daß sich ihre Elemente oder deren Attribute sowie Beziehungen im Zeitablauf verändern können. Unternehmungen sind damit **dynamische Systeme**, die von Menschen geschaffen und gestaltet werden, um damit **Ziele** erreichen zu können. Unternehmungen sind aus systemtheoretischer Perspektive demzufolge von Menschen geschaffene, dynamische, äußerst komplexe, offene und sozio-technische Systeme, die mit ihrer Umwelt durch unterschiedliche Beziehungen in Verbindung stehen.[10] Durch die oben beschriebenen Aktionen ihrer Elemente an den Aktionsobjekten schaffen sie zielgerichtet **Leistungen zur Fremdbedarfsdeckung**. Verkürzend kann man damit auch von einem **Aktionszentrum** sprechen.[11]

In einem engen Zusammenhang zur Systemtheorie steht die **Kybernetik** als Lehre der **Steuerung** und **Regelung** dynamischer Systeme.[12] Die Aufgabe der Regelung besteht darin, den Störungen, die ein System beeinflussen, zielorientiert entgegenzuwirken, um dieses stabil, d.h. in einem Gleichgewichtszustand zu halten.[13] Konstituierend für das kybernetische Prinzip ist die **Rückkoppelung** im Regler/ Regelstrecke-Modell.[14] Auf das gesamte System aus der regelnden Einrichtung (Regler) und dem zu regelnden Objekt (Regelstrecke) wirken **Störgrößen** ein, die das System aus dem **Gleichgewicht** bringen können. Deren Auswirkungen auf die **Regelgröße** werden mit einer **Führungsgröße** als Sollgröße verglichen, die sich letztlich an der Überlebensfähigkeit des Systems orientiert.[15] Der **Regler** reagiert darauf mit einer Modifikation der **Stellgröße**. Diese wirkt - entgegengesetzt zur Störung - auf die **Regelstrecke** ein, worauf wieder eine Veränderung der Regelgröße erfolgt. Aufgabe eines **Istwert-Fühlers**, der seinerseits wieder als System (z.B. Informationssystem) interpretiert werden kann, ist die Messung des Ist-Zustandes der Regelgröße und die Rückmeldung an den Regler. Ausgang des Reglers ist die durch den Vergleich von Istgröße und Führungsgröße gebildete neue Stellgröße. Der Regelkreis wird solange durchlaufen, bis die Regelgröße (im vorgegebenen Tole-

10 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 8 ff.; Ulrich, H., (1970), S. 153 ff.; Alewell, K., Bleicher, K., Hahn, D., (1971), S. 159; Grochla, E., (1978), S. 8 ff. und S. 207 f.

11 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 21; Kosiol, E., (1972), S. 22 ff.; Ulrich, H., (1970), S. 153 ff.

12 Vgl. grundlegend Wiener, N., (1968); sowie Baetge, J., (1974), S. 13 ff. und S. 21 f.; Fuchs, H., (1973), S. 166 ff.; Staehle, W. H., (1994), S. 40. Abgeleitet vom griechischen kybernetes: „der Steuermann." Vgl. zur Entwicklung der Kybernetik Wilms, F. E., (1995), S. 91 ff. sowie die Kybernetik-Definitionen bei Krieg, W., (1971), S. 26 f. und Kulla, B., (1979), S. 22 f.

13 Vgl. Fuchs, H., (1973), S. 168.

14 Vgl. Beer, S., (1962), S. 44 ff.

15 Vgl. Wilms, F. E., (1995), S. 97.

ranzbereich) gleich der Führungsgröße ist. Wird dieses Prinzip auf die **Führungstätigkeiten** in der Unternehmung übertragen und werden die im Rahmen des Führungsprozesses stattfindenden **Planungs-, Steuerungs- und Kontrolltätigkeiten** durch **Rückkoppelung** verbunden, so liegt auch hier **Regelung** vor. Die Führungsstruktur der Unternehmung kann so als **Netz vermaschter Regelkreise** interpretiert und auf diese Weise eine Verbindung zur Entscheidungstheorie hergestellt werden.[16]

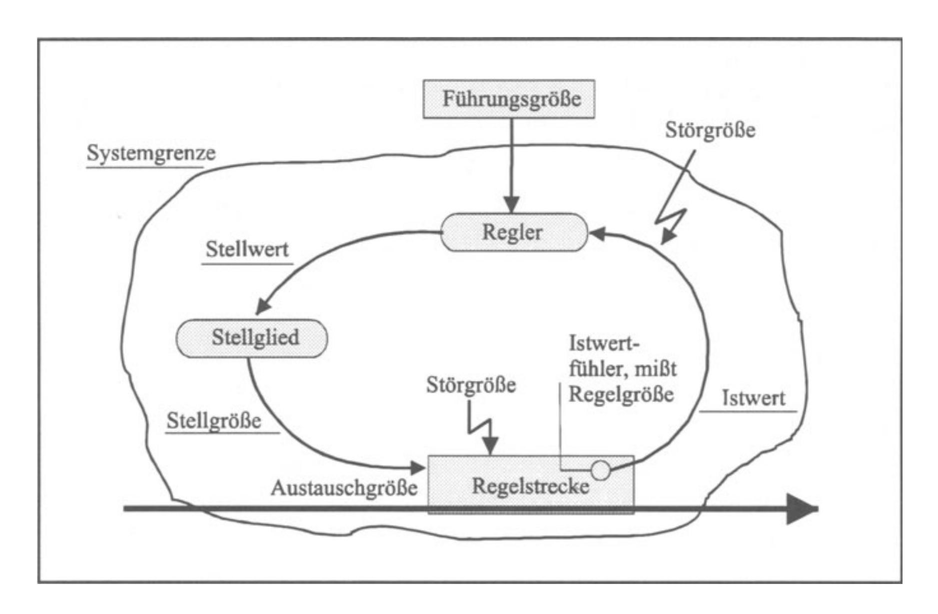


Abbildung 2.2: Regelkreisprinzip[17]

Für eine Analyse des Phänomens Unternehmungskrise und ihrer Bewältigung kann die Systemtheorie speziell wegen der Vielschichtigkeit der betrachteten Problemkreise wertvolle Anregungen liefern. Sie ermöglicht in diesem Zusammenhang eine deskriptive Darstellung von Stabilitäts- und Gleichgewichtszuständen und, in Verbindung mit kybernetischen Überlegungen, eine vereinfachende Modellanalyse komplexer Ursache-Wirkungs-Zusammenhänge bei der Reaktion des Systems Unternehmung auf Störgrößen bzw. Schocks.[18] **Kernproblem** der systemtheoretischen Interpretation der Unternehmung ist jedoch, daß keine modellendogene Ab-

16 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 50 ff.; Baetge, J., (1983), S. 15.

17 Vgl. Wilms, F. E., (1995), S. 96.

18 Vgl. Hasitschka, W., (1988), S. 3 ff.

bildung des Übergangs von individuellen und kollektiven Interessen sowie Handeln erfolgt: einzelne Individuen, ihre Ziele sowie ihr Verhalten sind nur sehr abstrahiert abgebildet. Dieser Mangel soll durch die folgende Kennzeichnung der **koalitions-** sowie **vertragstheoretischen Interpretationsmodelle der Unternehmung** gelindert werden.

2.1.2 Koalitionstheoretische Kennzeichnung der Unternehmung

Das koalitionstheoretische Interpretationsmodell der Unternehmung geht in erster Linie auf die Arbeit von CYERT/MARCH zurück.[19] Kennzeichnend für diese Sichtweise der Unternehmung ist ihre Zusammensetzung aus zunächst rechtlich unabhängigen Ressourceneignern, die sich **freiwillig** zu einer **Mitgliedschaft** entschließen.[20] Die Entscheidung für oder gegen diese Mitgliedschaft erfolgt aufgrund eines individuellen Nutzenkalküls, das von der **Anreiz-Beitrags-Theorie** beschrieben wird.[21]

Von einer Unternehmung werden materielle und immaterielle **Anreize** angeboten. Dafür müssen die Teilnehmer der Koalition Unternehmung **Beiträge** erbringen, um ihren Bestand nicht zu gefährden. Diese Beiträge werden allerdings erst sekundär zur Erhaltung der Unternehmung geleistet. Das primäre Ziel besteht in der Erreichung individueller Ziele bzw. Interessen. Aus diesen individuellen **Zielen für die** Unternehmung werden über Verhandlungsprozesse **Ziele der** Unternehmung generiert.[22] Die Unternehmung kann daher auch als **Interessenzentrum** bzw. als gesellschaftliche Institution verstanden werden. Zu den **Interessengruppen** zählen in einer erweiterten Betrachtung vor allem Eigenkapitalgeber, Mitarbeiter, Fremdkapitalgeber, Kunden, Lieferanten und der Staat.[23] Hauptinteressengruppen bzw. **Träger der**

---

19 Vgl. Cyert, R. M., March, J. G., (1963), S. 27: „Let us view the organization as a coalition." Diese beziehen sich auf eine Arbeit von BARNARD, in der erstmals von der Organisation als Koalition partizipierender Gruppen gesprochen wird und bauen diese zum Koalitionsmodell der Unternehmung aus. Vgl. auch Barnard, C. I., (1938), S. 56 ff. sowie Heinen, E., (1971a), S. 199 ff.; Heinen, E., (1984), S. 24 ff.

20 Hierbei wird auch die Brücke zur vertragstheoretischen Kennzeichnung der Unternehmung deutlich, welche die vertraglichen Beziehungen zwischen diesen Ressourceneignern betrachtet. Vgl. z.B. Ridder-Aab, C.-M., (1980), S. 50 f. und Kapitel 2.1.3 dieser Arbeit.

21 Vgl. Simon, H. A., (1981), S. 141 ff.; Heinen, E., (1971a), S. 199 ff.

22 Vgl. Kupsch, P. U., Marr, R., (1991), S. 752; Schmidt, R.-B., (1977), S. 112 ff.

23 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 11 ff. Vgl. zu einer Differenzierung in Anspruchs-, Interessen- und Bezugsgruppen der Unternehmung Veser, E., (1995), S. 55 f.

Unternehmung sind die Eigenkapitalgeber und Mitarbeiter, insbesondere ihre Führungskräfte.[24]

Um die Ziele der einzelnen Interessengruppen erfüllen zu können, müssen in der Unternehmung Werte geschaffen bzw. „geschöpft“ werden. Die Unternehmung ist daher eine menschliche Einrichtung zur Wertschöpfung - zur Schaffung von Wert(en) - unter einheitlicher Leitung.[25] Diese Wertschöpfung erfolgt durch Ressourcenpoolung der Koalitionsteilnehmer,[26] wodurch Güter mit jenen Werteigenschaften hervorgebracht werden können, die zur Bedürfnisbefriedigung der Abnehmer beitragen. Der in den Werteigenschaften der Güter liegende Nutzen löst bei den Kunden eine Zahlungsbereitschaft aus, was aus Sicht der Unternehmung zu Einzahlungsströmen führt. Diese dienen wiederum als Grundlage für die materielle Anreizgewährung der Koalitionsteilnehmer.

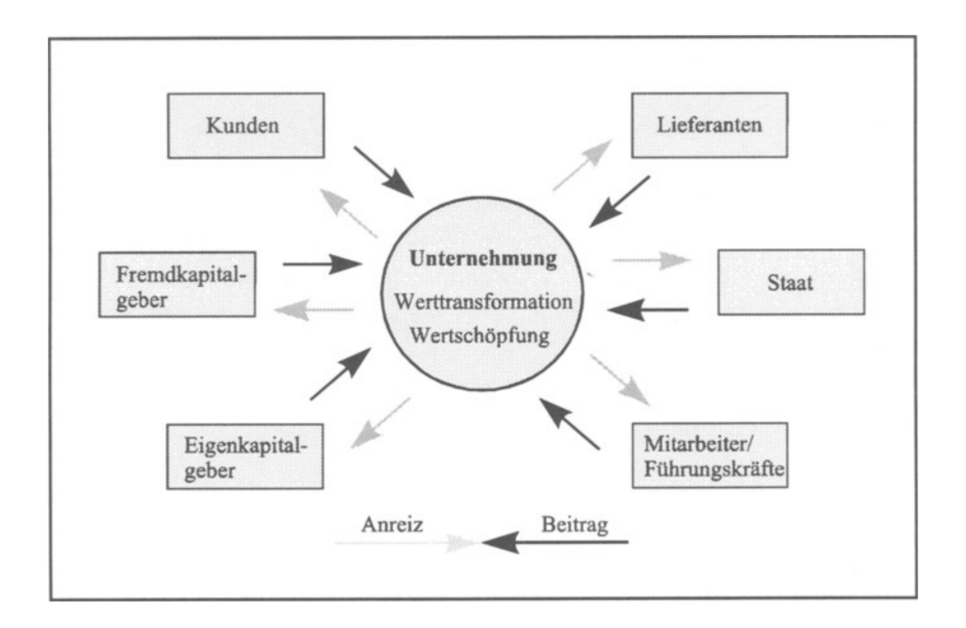


Abbildung 2.3: Unternehmung als Zentrum von Anreiz-Beitrags-Beziehungen

24 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 12.

25 Vgl. zu dieser Interpretation Large, R., (1995), S. 11.

26 Vgl. Staehle, W. H., (1993), Sp. 2454 ff.

Die Interpretation der Unternehmung als Interessenzentrum bzw. als **gesellschaftliche Institution** hat traditionell **in Deutschland eine große Bedeutung** und hat das Unternehmungsverständnis besonders in der Öffentlichkeit nachhaltig geprägt. Aus diesem Unternehmungsverständnis wird teilweise gefordert, daß das Handeln einer Unternehmung einen gesellschaftlich tieferen Sinn haben müsse, um ihr Überleben zu rechtfertigen.[27] Deshalb sei die Unternehmungsstrategie um eine gesellschaftliche Dimension zu ergänzen, was mit einem Defizit gegenüber der Gesellschaft begründet wird.[28] Ein solches, konsensorientiertes Unternehmungsverständnis kann jedoch Ansprüche wecken, die nicht in jedem Fall zu rechtfertigen sind. Zudem birgt es die Gefahr, daß legitime Interessendivergenzen als gleichberechtigt angesehener Bezugsgruppen[29] nicht ausgetragen werden. Da Anreiz- und Beitragsleistungen in subjektiven Nutzengrößen gemessen werden, ist die Zufriedenheit der Koalitionsteilnehmer stark von ihrem Anspruchsniveau abhängig.[30] Werden Konflikte „über Ausgleichszahlungen gehandhabt“,[31] so kann ein in dieser Weise (miß-)verstandenes koalitionstheoretisches Interpretationsmodell der Unternehmung die Gefahr bergen, daß notwendige Entscheidungen nicht gefällt und so krisenhafte Entwicklungen aufgrund nicht durchsetzbarer Anspruchsanpassungen heraufbeschworen werden.

Generell erscheinen **Zielkonflikte** der verschiedenen Interessengruppen und speziell der **Verteilungskampf** um geschaffene Werte nicht ausreichend thematisiert. Da die Bestimmung „gerechter“ Anreize schlechthin unmöglich ist, ist es nicht zuletzt eine Frage der Machtstrukturen, welche Interessengruppe die von ihr geforderten Gegenleistungen für erbrachte Beiträge in welchem Ausmaß durchsetzen kann.

---

27 Vgl. Nagos, P., (1992), S. 87.

28 Vgl. Nagos, P., (1992), S. 91.

29 Vgl. Kupsch, P. U., Marr, R. (1991), S. 752.

30 Vgl. Staehle, W. H., (1994), S. 408; vgl. zur Kritik am koalitionstheoretischen Interpretationsmodell der Unternehmung auch Schreyögg, G., (1996), S. 49 f.

31 Kupsch, P. U., Marr, R. (1991), S. 744.

2.1.3 Vertragstheoretische Kennzeichnung der Unternehmung

Unternehmungen sind ökonomische **Institutionen** zur Koordination arbeitsteiliger Aktivitäten verschiedener Wirtschaftssubjekte. Dazu werden explizite oder implizite soziale Vereinbarungen benötigt, um z.B. festzulegen, „wer welche Güter zu welchem Preis liefert oder abnimmt und in welchem Zeitraum oder unter welchen Umständen diese Transaktionen erfolgen sollen.“ Diese formellen oder informellen Vereinbarungen, die interne und externe Beziehungen des Systems Unternehmung konstituieren, werden als **Verträge** interpretiert. Aus der vertragstheoretischen Perspektive wird jede Organisationsform zur arbeitsteiligen Leistungserstellung - auch die hierarchische Organisationsform der Unternehmung - als „*Nexus of Treaties*“, d.h. als ein Geflecht von Verträgen angesehen.[32] Die Unternehmung ist aus dieser Perspektive ein **Vertragszentrum**, das von verschiedenen Ressourceneignern gebildet wird.[33]

Der vertragstheoretische Interpretationsansatz der Unternehmung basiert auf der sogenannten „Neuen Institutionenökonomie“ („*New Institutional Economics*“). Diese stellt die Untersuchung von Vertragsbeziehungen in das Zentrum ihrer Betrachtungen und subsumiert eine Reihe mikroökonomischer Ansätze, deren Gemeinsamkeit darin besteht, daß sie die **Institution als Koordinationsinstrument für arbeitsteilige wirtschaftliche Aktivitäten** einer ökonomischen Analyse unterziehen.[34]

Ausgangspunkt für diese Schule in den Wirtschaftswissenschaften waren die Arbeiten von COASE, die später insbesondere von WILLIAMSON und auf politisch- volkswirtschaftlichem Gebiet von BUCHANAN sowie NORTH konkretisiert und weiterentwickelt wurden.[35] Ziel der Neuen Institutionenökonomie ist es, die Entstehung und Struktur, die Verhaltenswirkungen sowie den Wandel von Institutionen zu erklären und deren Effizienz zu beurteilen. Als **Institutionen** werden dabei nicht nur Märkte und Hierarchien als Grundformen der Koordination arbeitsteiliger Wirtschaftsaktivitäten angesehen. Vielmehr können unter diesen Begriff ebenso Verhaltensregeln (Normen, Traditionen, Gesetze), Entscheidungssysteme (Markt,

---

32 Vgl. Macneil, I. R., (1974), S. 693; Williamson, O. E., (1990), S. 1 ff.; Crémer, J., (1990), S. 53 ff.

33 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 30.Vgl. auch Williamson, O. E., (1990), S. 2 ff.; Hungenberg, H., (1995), S. 29; Ordelheide, D., (1993), Sp. 1841; Richter, R., (1991), S. 401.

34 Vgl. Feldmann, H., (1995), S. 10.

35 Vgl. Coase, R. H., (1937), S. 386 ff.; Coase, R. H., (1984), S. 229 ff.; Williamson, O. E., (1970); Williamson, O. E., (1971); Williamson, O. E., (1975); Buchanan, J. M., (1975); North, D. C., Thomas, R. P., (1970); North, D. C., (1981).

Hierarchie, Verhandlung) sowie Organisationen (Unternehmungen, Staat) fallen.[36] Eine **Institution** wird dadurch charakterisiert, daß sie in ihrem Entscheidungs- und Handlungsumfeld soweit eine allgemeine Anerkennung erfährt, daß es zu wechselseitigen Verhaltenserwartungen durch die handelnden Individuen kommt.[37] Institutionen können grundsätzlich betrachtet demnach als Einrichtungen zur **Reduktion von Unsicherheit** angesehen werden. Sie werden gebildet, „um zukünftige Handlungsabläufe weniger unsicher, in Grenzen planbar und berechenbar zu machen“[38] oder wie NORTH es ausdrückt: *„Institutions reduce uncertainty by providing a structure of everyday life.“*[39]

Die Neue Institutionenökonomie überwindet in ihrer Analyse die restriktiven Annahmen der neoklassischen Markttheorie, indem sie **realistischere Annahmen** über das Verhalten („Opportunismus“) sowie die Informationsverteilung („Asymmetrie“) der Wirtschaftssubjekte einführt und Vermutungen über technologische Gegebenheiten („Spezifität“) anstellt. Im Folgenden soll nur auf Ansätze eingegangen werden, die sich mit den Erscheinungsformen von Institutionen, mit den Gründen für ihre Entstehung und ihres Wandels sowie mit den Auswirkungen von Institutionen auf das wirtschaftliche Verhalten von Individuen befassen. Dies sind der **Property-Rights-Ansatz**, die **Principal-Agent-Theorie** sowie der **Transaktionskostenansatz**. Diese Richtungen der Neuen Institutionenökonomie ergänzen sich teilweise, weisen partiell jedoch auch Überschneidungen und Gemeinsamkeiten auf.[40] **Auf dieser Basis** soll im weiteren Verlauf der Arbeit eine vertragstheoretische Analyse der Unternehmungskrise und speziell eine **Untersuchung der Anreizstrukturen** im Rahmen **einer Unternehmungssanierung** erfolgen.

---

36 Vgl. Feldmann, H., (1995), S. 9 f.

37 Vgl. Ordelheide, D., (1993), Sp. 1839; Elsner, W., (1987), S. 5.

38 Schneider, D., (1985), S. 1249.

39 North, D. C., (1990), S. 3.

40 Alle Ansätze basieren auf dem methodologischen Individualismus. Ökonomische Erklärungen oder Gestaltungsvorschläge gehen vom Streben des Individuums nach maximaler Bedürfnisbefriedigung aus und nicht von „kollektiven Zielsystemen“ komplexer Institutionen. Das „Wesen“ und „Verhalten“ von Institutionen wird durch die Einstellungen und Handlungen ihrer Mitglieder erklärt, denen „opportunistisches“ und eigennütziges Verhalten unterstellt wird. Dabei gehen in ihre Nutzenfunktion auch Faktoren wie Macht und Prestige ein. Vgl. dazu Williamson, O. E., (1975), S. 26 ff.; Williamson, O. E., (1985), S. 47 ff. Vgl. allgemein auch Krahnen, J. P. (1991), S. 25 ff.

(1) Kennzeichnung im Kontext der Property-Rights-Theorie

Die **Property-Rights-Theorie** befaßt sich mit sogenannten „Eigentums- bzw. Verfügungsrechten", da für das Eigentum an einem Gut nicht nur dessen Besitz und dessen physische Eigenschaften von Bedeutung sind. Auch die mit einem Gut verbundenen Verfügungs- und Handlungsrechte bestimmen dessen Wert entscheidend mit.[41] **Güter** werden aus Sicht der Property-Rights-Theorie als **Bündel von Rechten** interpretiert, die unterschiedlich ausgestaltet und ganz oder teilweise verschiedenen Trägern zugeordnet werden können. Diese Zuordnung erfolgt einerseits auf der Basis **privatrechtlicher Verträge** (Miet-, Gesellschafts-, Kaufvertrag). Zudem legt vielfach staatlich gesetztes Recht fest, welche Rechte, Pflichten und Einschränkungen mit der Verfügung über bestimmte Güter und Ressourcen einhergehen. Eigentumsrechte werden traditionell in **vier Einzelrechte** untergliedert, die einzeln oder in Bündeln vorliegen, und damit auch gehandelt und übertragen werden können:[42]

- das Recht, ein Gut zu nutzen (usus),
- das Recht, ein Gut zu verändern (abusus),
- das Recht, sich Erträge aus dem Eigentum eines Gutes anzueignen (usus fructus),
- das Veräußerungs-, bzw. Liquidationsrecht an einem Gut.

Unternehmungen sind aus dieser Sichtweise **Bündel von Eigentumsrechten**, die als Planungs-, Steuerungs- und Kontrollrechte, als Aneignungs- und Veräußerungsrechte vorliegen können. Die **zentrale These des Property-Rights-Ansatzes** besagt, daß die Ausgestaltung und die Zuordnung dieser Eigentumsrechte die Allokation und Nutzung von Gütern auf spezifische und voraussehbare Weise beeinflussen.[43] Dies wird damit begründet, daß durch die Ausgestaltung von Eigentumsrechten **Anreize** geschaffen werden, ein Gut auf spezielle Weise zu nutzen und somit ein großer Einfluß auf die **Motivation** der Akteure ausgeübt wird.[44]

---

41 Ausgangspunkt der Property-Rights-Theorie waren Arbeiten von COASE, die speziell von DEMSETZ und ALCHIAN weiterentwickelt wurden. Vgl. grundlegend Coase, R., (1960), insb. S. 43 ff. und Demsetz, H., (1964); Demsetz, H., (1967); Alchian, A. A., (1965).

42 Vgl. Achian, A. A., Demsetz, H., (1972), S. 783; Furubotn, E. G., Pejovich, S., (1972), S. 1140; Ebers, M., Gotsch, W., (1993), S. 195; Tietzel, M., (1981), S. 210.

43 Vgl. Furubotn, E. G., Pejovich, S., (1972), S. 1139; Richter, R., (1991), S. 402; Ridder-Aab, C.-M., (1980), S. 39.

44 Vgl. Wolff, B., (1995), S. 26. Vgl. auch Kapitel 2.2.4 dieser Arbeit.

Die Bestimmung, Übertragung und Durchsetzung von Verfügungsrechten ist mit **Transaktionskosten** verbunden. Dies können Informations-, Verhandlungs- und Vertragskosten beim Kauf eines Gutes sein oder Kosten, die dadurch entstehen, daß ein Gut vor unbefugtem Verfügen geschützt werden muß. Bei der Verteilung von Eigentumsrechten wird aus Sicht des Property-Rights-Ansatzes vermutet, daß eine **möglichst vollständige Zuordnung von Rechten** auf einen Akteur zu einer effizienten Nutzung eines Gutes führt. Dies wird damit begründet, daß bei einer vollständigen Zuordnung von Rechten das Wirtschaftssubjekt in vollem Umfang vom Nutzen und den Kosten seiner Entscheidungen betroffen ist.[45] Sind dagegen einem Individuum nicht alle wirtschaftlichen Folgen seiner Ressourcennutzung zugeordnet, so entstehen **externe Effekte**, Allokationsineffizienzen und folglich Wohlfahrtsverluste.[46] Faßt man diese Überlegungen zusammen, so ist jene Verteilung von Verfügungsrechten am effizientesten, welche zu einer Minimierung der Summe aus Transaktionskosten und, durch die Externalisierung von Konsequenzen wirtschaftlichen Handelns verursachten, Wohlfahrtsverlusten führt.

Die Property-Rights-Theorie geht jedoch noch einen Schritt weiter. Es wird die These vertreten, daß sich **effiziente Verfügungsrechtsstrukturen langfristig durchsetzen** und damit eine Situation vorliegt, für die es keine realisierbare Alternative gibt, die von den Betroffenen bevorzugt würde. Die Begründung basiert auf folgenden **Kerngedanken**: Da sich ökonomisches Handeln immer - so lautet eine Grundannahme der Property-Rights-Theorie - auf ein nutzenmaximierendes Verhalten der Akteure zurückführen läßt und ihr Nutzen durch die Struktur der Verfügungsrechte sowie die Höhe der Transaktionskosten beeinflußt wird, werden sie bei gegebenen institutionellen Rahmenbedingungen solche Formen der Ressourcennutzung wählen und diejenigen **Verfügungsrechtsstrukturen etablieren**, die ihren **Nutzen maximieren** und damit gleichzeitig für eine **Optimierung der Verfügungsrechtsstrukturen** sorgen. Daraus wird gefolgert, daß Verfügungsrechte an einem Gut letztendlich so strukturiert und von denjenigen gehalten werden, die aus ihnen den relativ größten Nutzen ziehen können.[47] Die Problematik einer solchen Erklärung von Verfügungsrechtsstrukturen liegt jedoch darin, daß sich diese nicht allein aufgrund von **Effizienzgesichtspunkten** konstituieren. So wirken im Gegenteil auch individuelle Präferenzen, Traditionen sowie politische Entscheidungsprozesse auf die Konstituierung von Verfügungsrechtsstrukturen ein.[48]

---

45 Vgl. Ebers, M., Gotsch, W., (1993), S. 196; Wolff, B., (1995), S. 26.

46 Vgl. Leipold, H., (1978), S. 519 f.; Picot, A., (1991), S. 145.

47 Vgl. Ebers, M., Gotsch, W., (1993), S. 198.

48 Vgl. De Alessi, L., (1980), S. 5.

(2) Kennzeichnung im Kontext der Transaktionskostentheorie

Beim Transaktionskostenansatz stehen die **Kosten der Institutionenbildung** im Vordergrund. Er basiert auf Arbeiten von COASE, die vor allem von WILLIAMSON weiterentwickelt und konkretisiert worden sind.[49] **Ausgangspunkt** für die Entwicklung des Transaktionskostenansatzes war die Frage, warum wirtschaftliche Austauschbeziehungen nicht ausschließlich über Märkte, sondern auch innerhalb von Unternehmungen abgewickelt werden und damit implizit die Frage nach einer Begründung der Existenz von Unternehmungen: „... *why a firm emerges at all in a specialized economy.*“[50]

Als Analyseeinheit dient die **Transaktion**, die einer vertragstheoretischen Betrachtung unterzogen wird, da der Austausch von Gütern und Dienstleistungen implizite oder explizite Verträge voraussetzt. Der dabei zugrunde gelegte **Transaktionsbegriff** wird sehr weit gefaßt, um einen Beitrag zur Untersuchung beliebiger Austauschbeziehungen zu leisten: „*A transaction occurs when a good or service is transferred across a technologically separable interface.*“[51]

Prinzipiell können alle zur Erstellung von Leistungen notwendigen Teilaufgaben hierarchisch in einer Unternehmung oder über Verhandlungen gleichberechtigter Partner über Märkte koordiniert werden. Die Koordinationsformen „Markt“ und „Hierarchie“ sind jedoch nur als Extrempole zu verstehen, neben denen ein weites Spektrum anderer Koordinationsmöglichkeiten existiert.[52] Unabhängig davon, welche Koordinationsform gewählt wird, bei der Abwicklung von Transaktionen entstehen in aller Regel **Informations-** und **Kommunikationskosten**, die auch als **Transaktionskosten** bezeichnet werden. Schwerpunktmäßig handelt es sich dabei um Anbahnungs-, Vereinbarungs-, Kontroll- sowie Anpassungskosten, die in ihrer Höhe vom gewählten Koordinationsmechanismus bestimmt werden.[53] In die Analyse mit einbezogen werden folglich sowohl die Phase vor als auch die Phase nach einem Vertragsabschluß. Das heißt, daß anders als beim Property-Rights Ansatz und der Principal-Agent Theorie sowohl die Ex-ante-Anreizstruktur als auch die Gestaltung des Austausch*prozesses* von entscheidender Be-

---

49 Vgl. grundlegend Coase, R. H., (1937); Williamson, O. E., (1975), S. 3 ff.; Williamson, O. E., (1985); Williamson, O. E., (1990), S. 8 ff.

50 Coase, R. H., (1937), S. 390.

51 Williamson, O. E., (1985), S. 1.

52 Vgl. beispielhaft Kaufmann, L., (1993), S. 37 ff.; Büchs, M. J., (1991), S. 2 ff.

53 Vgl. zur Definition des Begriffs Transaktionskosten: Picot, A., (1982), S. 270; Picot, A., (1991), S. 147; Picot, A., Dietl, H., (1990), S. 178; Albach, H., (1988), S. 1160 f.; Schanz, G., (1983), S. 262; Schoppe, S. G. et al., (1995), S. 149 f.

deutung sind.[54] Demnach können mit Hilfe des Transaktionskostenansatzes z.B. auch institutionelle Regelungen wie Eigentumsvorbehalte, Sicherungsübereignungen oder Garantiezusagen erklärt werden. **Gegenstand von Transaktionen** können neben Sachgütern sowie Dienstleistungen und den damit verbundenen Verfügungsrechten auch ganze **Unternehmungen als Güterbündel** sein.

Die **Grundidee** des Transaktionskostenansatzes besteht nun darin, für verschiedenartige Transaktionen Aussagen über die günstigste Abwicklungsform zu machen, indem als Effizienzkriterium die Höhe der Transaktionskosten betrachtet wird. Dabei geht es jedoch **nicht** um die **absolute Höhe** der Transaktionskosten, welche ohnehin kaum meßbar wäre, sondern um deren vergleichende Beurteilung bei unterschiedlichen institutionellen Regelungen.[55] Als Haupteinflußgrößen auf die Höhe dieser Transaktionskosten sind in erster Linie die **Faktorspezifität** und **Komplexität** der zu erbringenden Leistungen, die **Häufigkeit der Austauschbeziehungen** sowie ein möglicher **Opportunismus** der beteiligten Individuen zu berücksichtigen.[56] Darüber hinaus muß aufgrund begrenzter kognitiver Fähigkeiten und Kapazitäten von einer **beschränkten Rationalität** der Akteure ausgegangen werden, wodurch sie nicht sämtliche Auswirkungen alternativer Transaktionen abschätzen können.[57]

Die Verhaltensannahme des **Opportunismus** bedeutet, daß die Vertragspartner dazu neigen, sich strategisch in einer Weise zu verhalten, daß sie ihre Interessen auch zum Nachteil anderer zu verwirklichen suchen[58] und dafür z.B. auch lügen oder leere Versprechungen machen. **Faktorspezifität** kennzeichnet die Tatsache, daß der Wert von Produktionsfaktoren von ihrer individuellen Verwendung abhängt. Müssen im Vorfeld von Austauschbeziehungen **spezifische Investitionen** getätigt werden, so kann ein Abhängigkeitsverhältnis aufgrund sonst anfallender „*sunk costs*" dadurch entstehen, daß der Wert der Investitionen außerhalb dieser Aus-

---

54 Vgl. Ebers, M., Gotsch, W., (1993), S. 217 f.; Schoppe, S. G. et al., (1995), S. 149 f.

55 Deshalb kann die Kritik der mangelnden Operationalisierungsmöglichkeit des Effizienzkriteriums „min. Transaktionskosten" auch entkräftet werden. Vgl. zur Kritik am Transaktionskostenansatz und dessen Einordnung z.B. Schmidt, R. H., (1992), Sp. 1856; Picot, A., Dietl, H., (1990), S. 183 f.; Feldmann, H., (1995), S. 83 f.; Ebers, M., Gotsch, W., (1993), S. 219; Schoppe, S. G. et al., (1995), S. 150 f.

56 Vgl. Ordelheide, D., (1993), Sp. 1843.

57 Vgl. Picot, A., Dietl, H., (1990), S. 179; Simon, H. A., (1961), S. 199: „... human beings are limited in knowledge, foresight, skill, and time ..."

58 Angenommen wird lediglich, daß sich *einige* und *nicht alle* Vertragspartner opportunistisch verhalten sowie daß ex ante eine entsprechende Unterscheidung der Individuen unmöglich oder mit hohen Kosten verbunden ist. Vgl. Williamson, O. E., (1975), S. 27.

tauschbeziehung stark sinken würde.[59] Dieses Problem tritt allerdings nicht allein bei marktlich koordinierten Austauschbeziehungen auf. **Auch in Unternehmungen** werden spezifische Vorleistungen erbracht und in unternehmungsspezifische Potentiale investiert, die nur in dieser speziellen Verwendung ihren vollen Wert haben. Ein Wertverlust muß i.d.R. dann hingenommen werden, wenn die Unternehmung aufgelöst und diese spezifischen Potentiale veräußert werden.

Die zentrale Annahme des Transaktionskostenansatzes ist, daß die beteiligten Wirtschaftssubjekte denjenigen Koordinationsmechanismus und diejenige Organisationsstruktur favorisieren werden, welche die niedrigsten Transaktionskosten aufweist. Demzufolge werden, wie WILLIAMSON argumentiert, ökonomische Institutionen maßgeblich zur Einsparung von Transaktionskosten gegründet.[60] Die **Institution Unternehmung** wird zur Koordination von Austauschbeziehungen tendenziell dann gewählt, falls hohe spezifische Investitionen erfolgen müssen, Leistungen von hoher Komplexität erbracht werden und Transaktionen häufig stattfinden oder sofern ein opportunistisches Verhalten des Transaktionspartners nicht ausgeschlossen werden kann.[61]

(3) Kennzeichnung im Kontext der Principal-Agent-Theorie

Die **Principal-Agent-Theorie** betrachtet eine vertragliche Vereinbarung, die in arbeitsteilig organisierten Wirtschaftssystemen vielfach vorzufinden ist: Ein Auftraggeber, „Principal" genannt, ermächtigt einen Auftragnehmer, den „Agenten", festgelegte Dienste wahrzunehmen, die im Interessen- oder Verfügungsbereich des Principals liegen. Agency-Beziehungen sind in einer **Unternehmung** so zahlreich, daß diese als ein **Netz von Agency-Beziehungen** interpretiert werden kann. In der am häufigsten betrachteten Principal-Agent-Beziehung nehmen die Unternehmungseigentümer die Funktion eines Principals ein, für die angestellte Manager als Agenten agieren.

Schwerpunkt der Analyse ist die **vertragsrechtliche Beziehung von Auftraggeber und Auftragnehmer**, der bei der Ausführung seines Auftrags zwangsläufig Entscheidungen treffen

59 Vgl. Picot, A., (1991), S. 147 und ausführlich Krahnen, J. P., (1991).

60 Vgl. Williamson, O. E., (1985), S. 17.

61 Vgl. z.B. Williamson, O. E., (1990), S. 8 ff.; Picot, A., (1991a), S. 344 ff.; Ebers, M., Gotsch, W., (1993), S. 229.

muß, welche sowohl das eigene Nutzenniveau als auch das des Auftraggebers beeinflussen.[62] Die Betrachtung erfolgt dabei meist aus Sicht des Principals. Agenten verfügen hinsichtlich der Aufgabenerfüllung über weitaus bessere Einblicksmöglichkeiten als ihre Auftraggeber. Diese sind dagegen häufig nicht in der Lage, die Aktivitäten ihrer Agenten zu kontrollieren und deren Ergebnis einzuschätzen. So ist z.B. weder ihr Arbeitseinsatz beobachtbar, noch kann ihre Verantwortung für das Handlungsergebnis beurteilt werden, da dieses auch von externen und nicht steuerbaren Größen beeinflußt wird. Die Folge sind umfangreiche **Informationsasymmetrien** zugunsten des Agenten. Zum Problem wird dies namentlich dann, wenn man die andere wesentliche Grundannahme der Principal-Agent-Theorie berücksichtigt. Sie besagt, daß jeder Akteur grundsätzlich im Sinne der eigenen Ziele handelt und davon ausgegangen werden muß, daß ein Agent selbst dann seinen Nutzen zu maximieren sucht, falls seinem eigenen Vorteil ein - möglicherweise weitaus höherer - Schaden auf Seiten des Principals gegenübersteht.[63]

Aufgrund seines Informationsvorsprungs und der ihm übertragenen Entscheidungsautonomie muß nun damit gerechnet werden, daß der Agent seinen **Handlungsspielraum zur Verfolgung eigener Ziele** nutzt. Es besteht ergo grundsätzlich die Gefahr, daß der Agent nicht im Interesse des Principals handelt, ohne daß dies wahrgenommen würde. So können schlechte Ergebnisse fälschlicherweise der Umweltsituation zugeschrieben werden, da der Principal keine Möglichkeit besitzt, den Arbeitseinsatz des Agenten zu beurteilen („*hidden action*").[64] Da der Agent von den schlechten Informations- und fachlichen Beurteilungsmöglichkeiten („*hidden information*") des Principals weiß, wird er in seinem Handeln noch bestärkt. So könnte er versuchen, seinen Nutzen zu mehren, indem er z.B. seine Arbeitsleistung reduziert („*shirking*") oder risikoreiche Investitionsprojekte durchführt, die eher seinem eigenen Geltungsdrang, als den Zielen der Eigenkapitalgeber Rechnung tragen. Dies bedeutet auf der anderen Seite, daß unterschiedliche Risikopräferenzen von Principal und Agent nicht auszuschließen sind.[65]

Versucht der Principal Informationsasymmetrien zu vermindern, so eine weitere Annahme, ist dies mit Informationskosten verbunden. Da für den Principal eine vollständige Informationsbeschaffung über die Aktivitäten „seines" Agenten schlechthin unmöglich ist und selbst die Be-

---

62 Vgl. Wenger, E., Terberger, E., (1988), S. 507.

63 Vgl. Wenger, E., Terberger, E., (1988), S. 507. „Agency problems arise because, under the behavioral assumption of self-interest, agents do not invest their best efforts unless such investment is consistent with maximizing their own welfare." Barnea, A., Haugen, R., Senbet, L., (1985), S. 26.

64 Vgl. Elschen, R., (1991), S. 210; Tirole, J., (1988), S. 51 ff.; Kleine, A., (1995), S. 34.

65 Vgl. z.B. Schoppe, S. G. et al., (1995), S. 187 ff.

schaffung unvollständiger Informationen Kosten verursacht, wird er versuchen, die Differenz zwischen den eigenen Interessen und den Zielen des Agenten mit möglichst geringen *„agency-costs“* zu reduzieren. Diese Kosten treten nach JENSEN/MECKLING auf in Form von:[66]

- Vertrags-Überwachungskosten, die vom Principal getragen werden müssen,
- Verpflichtungskosten, die als Opportunitätskosten dem Agenten dadurch entstehen, daß er sich an den Principal vertraglich bindet sowie
- Residual(einkommens)verluste des Principals, die durch ein eigennütziges Verhalten des Agenten hervorgerufen werden.

Zur Minimierung dieser *agency-costs* werden in der Literatur **Anreizsysteme** diskutiert, mit denen die Agenten trotz divergierender Interessen, eigenständiger Risikoneigungen und problemspezifischer Informationsvorsprünge dazu motiviert werden sollen, im Sinne der Principals zu handeln.[67] Darüber hinaus wird der **Markt für Unternehmungskontrolle** als weiterer Mechanismus angesehen, der dafür sorgt, daß Agenten im Interesse ihrer Principale handeln:[68] Die Unternehmungsführung muß für eine Optimierung des Unternehmungswertes sorgen. Andernfalls setzt sie die Unternehmung der Gefahr der Übernahme aus, mit der Konsequenz, daß die Unternehmungsführung abgelöst wird.

66 Vgl. Jensen, M. C., Meckling, W. H., (1976), S. 308.

67 Vgl. Ballwieser, W., Schmidt, R. H., (1981), S. 664 ff.; Flassak, H., (1995), S. 83 ff.

68 Vgl. Jensen, M. C., (1986); Ridder-Aab, C.-M., (1980), S. 112 ff.; Röhrich, M., (1992), S. 42 ff.; Sautter, M. T., (1989), S. 80 ff. Kritisch äußern sich z.B. Ballwieser, W., Schmidt, R. H., (1981), S. 672 f.; Kessel, A., (1995), S. 672 f.

2.1.4 Entscheidungstheoretische Kennzeichnung der Unternehmungsführung

Unternehmerisches Handeln setzt das Fällen und Durchsetzen von **Entscheidungen** voraus.[69] Der Entscheidungsprozeß, als Prozeß der **Willensbildung**, bildet den ersten Teil des **Führungsprozesses** in einer Unternehmung. Er ist durch die legitimierte Unternehmungsführung stets durch einen **Willensdurchsetzungsprozeß** zu ergänzen.[70]

Der **Führungsprozeß** kann nach HAHN sachlogisch als sechs-phasiger **Informationsverarbeitungsprozeß** interpretiert werden, um Probleme zu lösen und so Ziele erreichen zu können.[71] Es handelt sich dabei zudem um einen **Kommunikationsprozeß** gegenüber anderen (weisungsgebundenen) Personen, der eine **Motivationsaufgabe** einschließt und durch den **Führungsstil** charakterisiert wird. Von einem Führungsprozeß kann gleichwohl nur dann gesprochen werden, falls sich dieser nicht lediglich auf Ausführungsentscheidungen, sondern auf „echte" Führungsentscheidungen bezieht.[72]

Werden Führungsentscheidungen auf der Basis systematischer Entscheidungsvorbereitung gefällt, um künftiges Geschehen zielorientiert zu bestimmen, so handelt es sich um **Planung** (i.w.S.). Planung in diesem weiteren Sinne beinhaltet die Planaufstellung und die Planverabschiedung. Der Planungsprozeß (i.w.S.) kann durch die **ersten vier Phasen des schematisierten Problemlösungsprozesses** dargestellt werden. Nur wenn dieser Planungsprozeß (i.w.S.) durch Steuerungs- und Kontrolltätigkeiten ergänzt wird, handelt es sich nach HAHN um einen **Führungsprozeß**.[73] Er umfaßt die detaillierte Ausarbeitung und Veranlassung der Durchführung (**Steuerung**) sowie die Bestimmung des Handlungserfolges (**Kontrolle**). Führung schließt zudem zwingend die **Übernahme der Verantwortung** für die Führungstätigkeiten und deren Ergebnis ein. Dies bedeutet, daß Führungskräfte für ihr **Tun und Lassen einstehen** und sich den Konsequenzen ihrer Handlungen gegenüber Vorgesetzten, Mitarbeitern sowie anderen Interessengruppen - insbesondere den Unternehmungseigentümern - stellen müssen.

---

69 Vgl. Heinen, E., (1971), S. 429 ff.

70 Vgl. zu den folgenden Ausführungen insbesondere Hahn, D., (1996), S. 37 ff.

71 Vgl. Hahn, D., (1971), S. 161 ff. Vorangestellt sein kann eine Zielbildungsphase, in der zukünftig angestrebte Zustände in einem gesonderten Entscheidungsprozeß festgelegt oder vereinbart werden. Vgl. Wild, J., (1982), S. 37 und 52 ff.

72 Diese zeichnen sich dadurch aus, daß sie bewußt gestaltende Willensakte sind, besondere Bedeutung für den Unternehmungserfolg haben und grundsätzlich unter Unsicherheit gefällt werden müssen. Vgl. Hahn, D., (1996), S. 39; Gutenberg, E., (1962), S. 11 u. S. 59 f.

73 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 37 ff.

Zusammenfassend läßt sich Führung demnach charakterisieren als ein Prozeß der „**Willensbildung** und **Willensdurchsetzung** mit und gegenüber anderen (weisungsgebundenen) Personen zur **Erreichung eines Zieles oder mehrerer Ziele** - unter **Übernahme der damit verbundenen Verantwortung**.“[74]

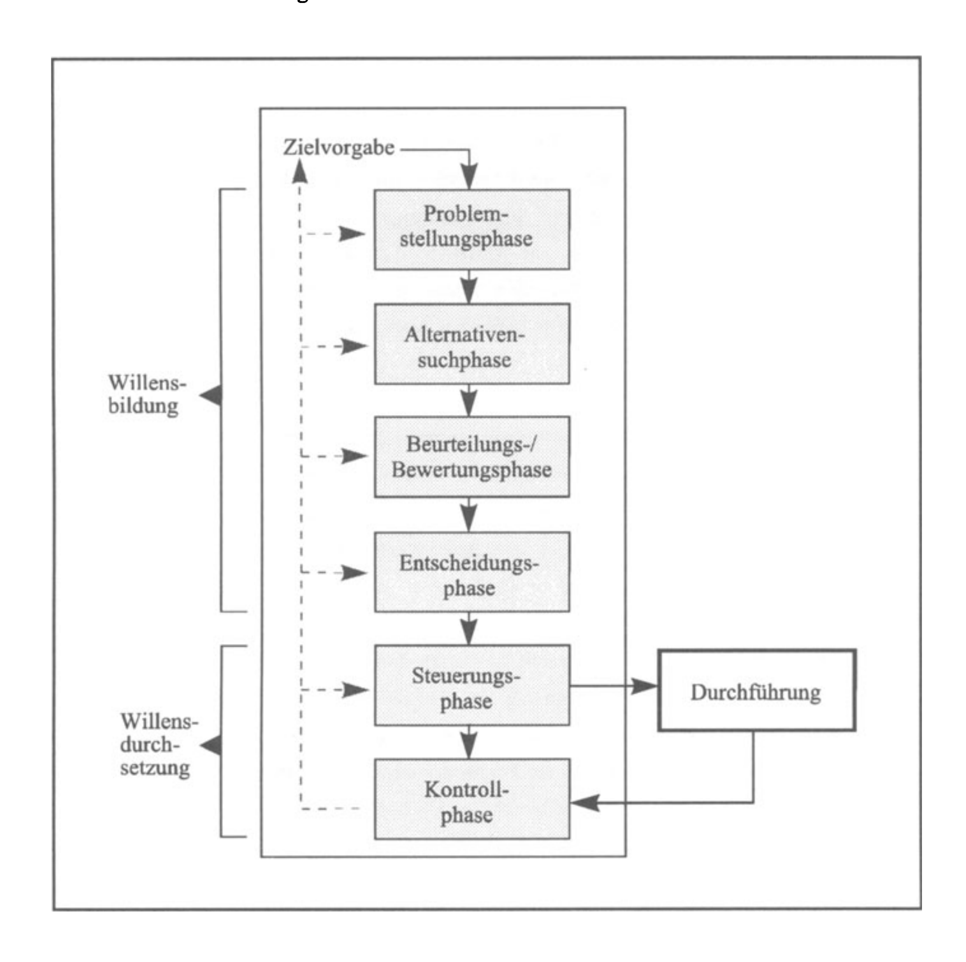


Abbildung 2.4: Führungstätigkeiten in der Unternehmung[75]

74 Hahn, D., (1996), S. 40. Im Original mit etwas anderen Hervorhebungen.

75 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 37 ff.

2.2 Unternehmungskrise

2.2.1 Begriff der Unternehmungskrise

Das Phänomen der Krise wurde in bezug auf Unternehmungen erstmals Mitte bis Ende der zwanziger Jahre - zu Zeiten der Weltwirtschaftskrise - diskutiert, wobei vorwiegend volkswirtschaftliche Gesichtspunkte im Mittelpunkt der Betrachtungen standen.[76] Erst zu Beginn der siebziger Jahre - wiederum in Zeiten der volkswirtschaftlichen Krise - begann eine umfassendere Auseinandersetzung der betriebswirtschaftlichen Forschung und Praxis mit der Krisenthematik.[77] Seither ist eine Vielzahl von Arbeiten erschienen, die eine allgemeine oder spezielle Analyse vornehmen.[78]

Bei Betrachtung dieser Arbeiten läßt sich nach anfänglich globaler Interpretation der Unternehmungskrise als **existenzgefährdende Situation**[79] erst allmählich eine Konkretisierung des Krisenbegriffes beobachten.[80] Die **aktuellen Fassungen des Krisenbegriffs** sind einerseits **präziser** gefaßt, da eine Krise nicht mehr als umfassendes Problem der Existenzgefährdung betrachtet, sondern mit der Gefährdung existentieller Unternehmungsziele verbunden wird. Zum anderen werden Krisen vermehrt im Rahmen einer **Metamorphosebetrachtung** der Unternehmung gesehen. Dabei werden modellhafte Entwicklungsphasen im Lebenszyklus einer Unternehmung unterschieden, die es zu überwinden gilt, um das nächste Evolutionsstadium erreichen zu können.[81] Die Schwellen dieser größen- oder altersbedingten Entwicklungsphasen werden von Krisen markiert, die einerseits die Existenzvernichtung der Unternehmung bewirken können. Andererseits können sie - bei Bewältigung der Krise - als **Katalysatoren** für eine **Weiterentwicklung** der Unternehmung **auf erhöhtem Niveau** dienen und stellen damit **Chancen** für einen konstruktiven Wandel dar, z.B. zur Überwindung erstarrter Unternehmungsstrukturen oder von Strategien, die nicht mehr den Interessen der Unternehmungs-

---

76 Vgl. Bea, F. X., Kötzle, A., (1983), S. 565. Vgl. zu den frühen Arbeiten speziell LeCoutre, W., (1926); Fleege-Althoff, F., (1930).

77 Vgl. Müller-Merbach, H., (1977), S. 420 sowie den Beginn der Serie „Mismanagement" im Manager-Magazin Anfang der siebziger Jahre. Zur Zusammenfassung der Ergebnisse vgl. Schwertlick, W., Lessing, R., (1977), S. 26.

78 Vgl. die umfassenden Darstellungen bei Krystek, U., (1987), S. 1 ff.; Löhneysen, G. v., (1982), S. 9 ff.; Hasitschka, W., (1988), S. 42 ff.; Linde, F., (1994), S. 5 ff.

79 Vgl. Höhn, R., (1974), S. 1; Becker, H., (1978), S. 672; Rüschenpöhler, H. S., (1973), S. 32; Weber, P., (1980), S. 18.

80 Vgl. Krystek, U., (1987), S. 5.

81 Vgl. insb. Greiner, L. E., (1972), S. 41 sowie Albach, H., (1976), S. 687 ff.; Bleicher, K., (1995), S. 347 und den Überblick bei Korallus, L., (1988), S. 51 ff.

eigentümer dienen.[82] Aufgrund der Vielzahl der Arbeiten zu Unternehmungskrisen und der dort zu findenden begrifflichen Grundlagen, soll hier auf eine umfassende Darstellung verzichtet werden und lediglich ein kurzer Abriß der wichtigsten betriebswirtschaftlichen Kennzeichnungsmerkmale erfolgen, um jeweils einige für diese Arbeit bedeutende Aspekte zu ergänzen.[83]

(1) Prozeßcharakter

Unternehmungskrisen sind Prozesse, die durch verschiedene Stadien charakterisiert werden können. **Ausgangspunkt** ist ein Quasi-Normalzustand, in dem zwar mit herkömmlichen Mitteln noch kein Hinweis auf eine Krise wahrzunehmen ist, jedoch die Wurzeln für die weitere Entwicklung liegen. Die **Endpunkte** werden durch die möglichen Ausgänge, d.h. erfolgreiche Bewältigung der Krise und damit Existenzsicherung oder der Existenzvernichtung der Unternehmung, markiert. KRYSTEK unterscheidet **vier idealtypische Stadien** in Abhängigkeit ihrer **Beeinflußbarkeit**:[84]

- **Potentielle Unternehmungskrise**: Die Unternehmungskrise ist möglich, aber noch nicht real. Es liegen keine wahrnehmbaren Krisensymptome vor. Da das Handlungsfeld in dieser Phase noch uneingeschränkt ist, können **Präventivmaßnahmen** zur Krisenvermeidung **frei gewählt** werden. Durch Präventivplanungen können für den Fall eines Kriseneintritts die Krisenbewältigungsanforderungen reduziert werden.

- **Latente Unternehmungskrise**: Die Unternehmungskrise ist verdeckt vorhanden oder tritt mit hoher Wahrscheinlichkeit bald ein, ist aber (mit einem herkömmlichen Instrumentarium) noch nicht identifizierbar.[85] In dieser Krisenphase besteht noch ein relativ **großer Umfang an Handlungsmöglichkeiten**, während akute Entscheidungs- und Handlungszwänge (noch) fehlen.

---

[82] Vgl. Krystek, U., (1987), S. V; Hahn, D., Krystek, U., (1989), Sp. 1227; Pümpin, C., Prange, J., (1991), S. 231; Witte, E., (1981), S. 16 und 21; Krüger, W., (1994), S. 204; Kirsch, W., (1990), S. 540 ff.; Silver, A. D., (1992), S. 12 ff. WITTE hält es für bedenkenswert, Krisen als „Führungsinstrument“ bewußt herbeizuführen, um einen grundlegenden Systemwandel durchsetzen zu können. Ähnlich Napp, H., (1990), S. 100 f. und Luhmann, N., (1968), S. 225.

[83] Vgl. zum Begriff der Unternehmungskrise Krystek, U., (1987), S. 3 ff.; Hahn, D., Krystek, U., (1984), S. 6 ff.; Raubach, U., (1983), S. 33 ff.; Grenz, T., (1987), S. 49 ff.

[84] Vgl. Krystek, U., (1987), S. 29 ff. Vgl. zu anderen Modellen Röthing, P., (1976), S. 13; Weber, P., (1980), S. 15 ff.; Löhneysen, G. v., (1982), S. 102 ff. sowie die Übersicht bei Krystek, U., (1987), S. 21 ff.

[85] Vgl. Rödl, H., (1979), S. 46; Löhneysen, G. v., (1982); Krystek, U., (1987), S. 31.

- **Akut-/beherrschbare Unternehmungskrise**: Das Vorliegen von Krisensymptomen gibt deutliche Hinweise auf eine vorhandene Unternehmungskrise. Die durch die Krise induzierten **destruktiven Effekte** rufen einen erhöhten Zeitdruck und Entscheidungszwang hervor. Die Krisenbewältigung bindet immer mehr Kräfte der Unternehmung, **bis** schließlich **alle mobilisierbaren Reserven ausgeschöpft** sind. Trotzdem reicht das Krisenbewältigungspotential in dieser Phase noch aus.

- **Akut-/nicht beherrschbare Unternehmungskrise**: Die **Anforderungen** an eine Krisenbewältigung **übersteigen** in dieser Phase das **Krisenbewältigungspotential** der Unternehmung.[86] Eine Bewältigung der Krise wird durch das zunehmende Wegfallen von Handlungsmöglichkeiten, einen extremen Zeitdruck und aufgrund einer zunehmenden Intensität destruktiver Krisenauswirkungen unmöglich.

Dieser idealtypische Prozeß ist jedoch lediglich als Modell einer oft nur ex-post abgrenzbaren Entwicklung anzusehen, der keinesfalls stets durchlaufen wird. So nehmen z.B. „Dauer-Krisenfälle" in aller Regel einen anderen Verlauf. Zudem können Aussagen über die Geschwindigkeit und Beschleunigung des Krisenprozesses ergänzt werden.[87]

(2) Gefährdung dominanter Unternehmungsziele

Die Gefährdung bzw. **Nichterreichung dominanter Unternehmungsziele** (speziell Liquiditäts- und Ergebnisziele) nimmt im Verlauf von Unternehmungskrisen fortlaufend zu und führt zu einer **Existenzgefährdung** der Gesamtunternehmung als rechtlich selbständige Wirtschaftseinheit.[88] Unternehmungskrisen gefährden damit das oberste Unternehmungsziel, d.h. ihre Erhaltung und erfolgreiche Weiterentwicklung. Dieses Ziel besitzt jedoch nur solange uneingeschränkte Gültigkeit wie für alle Interessengruppen die Chance besteht, ihre persönlichen Ziele zu verfolgen und zu erreichen. Die Möglichkeit zur Erreichung dieser Ziele kommt nach HAHN für alle Interessengruppen am besten in dem Ziel zum Ausdruck, den (Kapital-)Wert der Unternehmung zu maximieren, wobei die Liquidität jederzeit sicherzustellen ist.[89]

---

86 Vgl. Röthing, P., (1976), S. 13.

87 Vgl. dazu Berg, C. C., Treffert, J. C., (1979), S. 460. Nicht betrachtet werden zudem Krisen, die z.B. auf Unglücksfälle, kriminelle Handlungen, etc. zurückzuführen sind.

88 Vgl. Witte, E., (1981), S. 10; Staehle, W. H., (1994), S. 851 f.

89 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 12 ff.

Aus Sicht der Eigenkapitalgeber als Residualeinkommensempfänger liegt eine Krise der Unternehmung bereits dann vor, wenn sie „**ökonomische Verluste**“ erzielt, d.h., falls die Unternehmungseigentümer über eine längere Zeit Renditen auf ihr investiertes Kapital hinnehmen müssen, die deutlich niedriger sind als in vergleichbaren Investitionen.[90] Eine solche Situation liegt in aller Regel weit vor der Zeit, in der die Unternehmung buchhalterische Verluste ausweisen muß. Da i.d.R. eine Reihe von Jahren vergeht, bis aus dieser ökonomischen Krise eine akute Unternehmungskrise im oben genannten Sinn wird, ist in dieser Zeit ein beträchtlicher Teil des Unternehmungswertes bereits vernichtet worden. Auch für die anderen Interessengruppen der Unternehmung gilt das Kriterium des Vergleichs mit der optimalen Alternativverwendung ihrer Ressourcen. Deshalb ist der Unternehmungswert als zentraler Indikator für die (Nicht)Prosperität der Unternehmung aufzufassen.[91] Unternehmungskrisen drücken sich demnach in der andauernden und signifikanten Vernichtung des Unternehmungswertes aus. Der sinkende Unternehmungswert zeigt dabei die verminderte Möglichkeit zur Erreichung individueller Ziele aus der Sicht **aller Interessengruppen**.

(3) Ambivalenz des Ausgangs

Das Ende von Unternehmungskrisen kann ebenso durch ihre erfolgreiche Bewältigung und damit **Existenzsicherung** der Unternehmung markiert werden als auch durch eine **Existenzvernichtung** der Unternehmung als rechtlich selbständige Wirtschaftseinheit. Krisen beinhalten damit auch die **Chance**, der Wendepunkt für eine bessere Entwicklung zu sein.[92] Auch dies kommt in der möglichen Entwicklung des Unternehmungswertes zum Ausdruck. Einerseits kann der Wert der Unternehmung vollständig vernichtet werden, auf der anderen Seite besteht im Verlauf einer Unternehmungskrise die Chance zur Realisierung besonderer Wertsteigerungspotentiale, indem eine vollständige Erholung und ggf. weitere Steigerung des Unternehmungswertes erreicht werden.

90 Vgl. Altman, E. I., (1988), S. 1 f.; Altman, E. I., (1993), S. 4.

91 Vgl. ähnlich bereits Leist, E., (1905), S. 5 f.

92 Vgl. Hahn, D., Krystek, U., (1984), S. 6; Hess, H., Fechner, D., (1991), S. 6; Krystek, U., Müller, M., (1995), S. 28; Müller-Stewens, G., (1989), S. 641.

2.2.2 Systemtheoretische Kennzeichnung der Unternehmungskrise

Für eine weitere theoretische Analyse der Unternehmungskrise soll die **Unternehmung** zunächst **als System**, d.h. als geordnete Gesamtheit von Elementen skizziert werden, zwischen denen spezifische Beziehungen bestehen. Auf alle diese Systemelemente und -beziehungen wirken **Störeinflüsse** als **Schocks** ein und beeinflussen so **Ordnung** und **Gleichgewicht** des Systems.[93] „Allgemein bedeutet Krise die unbeabsichtigte und unerwartete nachhaltige Störung eines Systems ... oder wesentlicher, für dessen Überleben zentraler Teile. Ein erhebliches Abweichen von der geplanten Entwicklung führt zu einer für das System existenzbedrohenden Situation."[94] **Störeinflüsse** werden in der Literatur dabei oft isoliert betrachtet. Die offensichtliche Tatsache, daß Krisen Prozesse sind, die durch mehrere, eng miteinander vernetzte und sich gegenseitig verstärkende **Störungsketten** verursacht werden, wird in eindimensionalem Ursache-Wirkungs-Denken verhafteten Ansätzen zur Krisenforschung oft übersehen.[95]

Störungen können sich direkt auf Informations-, Realgüter- oder Nominalgüterströme beziehen. Andererseits finden Schocks im Bereich der Realgüter- oder Informationsströme oftmals ihren Ausdruck in Ungleichgewichten der Nominalgüterströme. Es kann sich zudem um **interne** oder **externe Störgrößen** handeln. Während erstere aus Verhaltensänderungen der Systemelemente resultieren, wirken externe Störgrößen aus dem Umsystem auf Regelstrecke, Regler und Informationskanäle ein.[96] Bedeutsam ist im weiteren Verlauf dieser Arbeit demnach die Analyse von **Stabilitäts-** und **Gleichgewichtszuständen** sowie der **Reaktion auf Störeinflüsse** aus systemtheoretisch-kybernetischer Perspektive. Ein **dynamisches System** ist in der Lage, auf Störgrößen aufgrund der durch seine Elemente und Beziehungen determinierten Möglichkeiten adaptiv so zu reagieren, daß ein neues **Fließgleichgewicht** erreicht wird. Im Zusammenhang mit dem Fließgleichgewicht ist die **Systemstabilität** eine weitere wichtige Eigenschaft offener, dynamischer Systeme.[97] Als **stabil** bezeichnet man ein System dann, wenn dieses ein dynamisches Gleichgewicht (Fließgleichgewicht) gegenüber einer bestimmten

---

93 Vgl. Baetge, J., (1974), S. 45; Heinen, E., (1971), S. 194 f.

94 Staehle, W. H., (1994), S. 851. Sehr ähnlich äußert sich LUHMANN, für den sich Krisen dadurch manifestieren, daß sie „den Fortbestand des Systems oder wichtiger Systemstrukturen unter Zeitdruck in Frage stellen." Luhmann, N., (1968), S. 224.

95 Zum Problem wird diese Denkweise spätestens dann, wenn auf Basis *der* Krisenursache Therapievorschläge zur Krisenbewältigung entwickelt werden.

96 Vgl. Baetge, J., (1974), S. 45.

97 Vgl. Grochla, E., (1974), S. 14.

Klasse interner oder externer Störungen aufrechterhalten oder zu diesem zurückkehren kann.[98] Langfristig können Systeme nur erhalten werden, wenn sie sich **im Zustand des Gleichgewichts** befinden. Damit kann die Fragestellung dahingehend fokussiert werden, **welche** Störungen nach Art und Stärke (betriebswirtschaftliche) Systeme auszugleichen vermögen und welche Merkmale sie dafür aufweisen müssen. GROCHLA führt in diesem Zusammenhang die Unterscheidung zweier „Störungsklassen" ein. Während eine ungefährliche Klasse von Störungen durch vorher festgelegte Feedback-Mechanismen zu bewältigen ist, muß auf stärkere Störungen mit **Strukturänderungen** reagiert werden, um die Systemstabilität aufrechterhalten zu können.[99] Im Hinblick auf die Systemeigenschaften unterscheidet GROCHLA **ultra-** und **multistabile Systeme**. Während erstere in der Lage sind, eine sprunghafte Anpassung auf Systemstörungen vorzunehmen, können sich multistabile Systeme an noch größere Störungsfelder anpassen, da sie aus voneinander unabhängigen ultrastabilen Systemen bestehen und diese derart miteinander koppeln, daß - je nach Bedarf und Zielsetzung - Anpassungsaufgaben von verschiedenen Subsystemen durchgeführt werden können.[100]

Eine andere Betrachtungsweise nimmt dagegen ASHBY ein.[101] Für ihn hängt die Fähigkeit eines Systems, auf die **Vielfalt möglicher Störungen** reagieren zu können, von seiner **eigenen Vielfalt** ab. Idealerweise sollte ein System im gleichem Umfang über Variationsmöglichkeiten verfügen, wie sein Umsystem störende Einflußmöglichkeiten aufweist. Da ein System allerdings niemals über die gleiche Vielfalt verfügen kann wie seine Umwelt, muß es Mechanismen besitzen, um die Vielfalt, bzw. die hierdurch bewirkte **Komplexität**, reduzieren zu können. Dafür verfügt ein System über Regler, die **komplexitätsreduzierend** wirken und es dem System so ermöglichen, auf Störungen zu reagieren. Gelingt diese Komplexitätsreduktion nicht mehr, so wird das System durch eine **Überkomplexität** überflutet, seine Anpassungsfähigkeit wird überschritten, und es verliert seine Identität.

Auch unter **prozessualen Aspekten** ist eine systemtheoretisch-kybernetische Analyse der Unternehmungskrise möglich.[102] Hier werden in der Literatur **4 Phasen eines Krisenprozesses** differenziert. In der **ersten Phase** befindet sich das System in einem stabilen Zustand.

---

98 Vgl. Grochla, E., (1978), S. 208; Buteweg, J., (1988), S. 23.

99 Vgl. Grochla, E., (1974), S. 14.

100 Vgl. Grochla, E., (1974), S. 14.

101 Vgl. Ashby, W. R., (1970), S. 202 ff., speziell S. 206 f.

102 Vgl. Krystek, U., (1989a), S. 187; Jänicke, M., (1973), S. 19; Löhneysen, G. v., (1982), S. 90 ff.

Die Unternehmungsführung ist in der Lage, die Störungseinwirkungen, die innerhalb einer tolerierbaren Bandbreite bleiben, mit vorhandenen Stabilisierungspotentialen zu kompensieren, d.h. das System in einem **stabilen Zustand** zu halten. Findet dagegen eine fortwährende Störungseinwirkung außerhalb der tolerierbaren Grenzen statt, muß eine Veränderung der Systemstruktur herbeigeführt werden, um eine Systemkrise zu verhindern. Überschreiten die Wirkungen der Störungseinflüsse die Krisenbewältigungspotentiale, so gerät das System in die **zweite Phase** des Krisenprozesses, d.h. in einen **labilen Zustand**. Hier ist die Mobilisierung zusätzlicher Stabilisierungspotentiale vonnöten, um zu verhindern, daß die Unternehmung in die **dritte Phase** des Krisenprozesses, in die Phase der **akuten (System-)Krise** eintritt. In dieser Phase kommt es dann, je nach Erfolg der eingeleiteten Krisenbewältigungsmaßnahmen, zwangsläufig zu einer Entscheidung, ob als **vierte Phase** eine **Stabilisierung des Systems** erreicht wird oder ein **Systemzusammenbruch** stattfindet.

2.2.3 Koalitionstheoretische Kennzeichnung der Unternehmungskrise

„**Erhaltung und erfolgreiche Weiterentwicklung** werden als **Hauptzweck bzw. Hauptziel der Unternehmung** aus der Sicht aller an ihr interessierten Gruppen gesehen, sofern hierdurch die Chance der Realisierung ihrer Individualziele gegeben ist.“[103] Diese Chance besteht im Fall einer prosperierenden Unternehmung regelmäßig für alle Interessengruppen. Die Unternehmung kann Anreize in verschiedenster Form bereitstellen, die den geleisteten Beiträgen zumindest entsprechen, und kann so für ein **Gleichgewicht** sorgen.[104] Gerät die Unternehmung dagegen in eine existenzbedrohende Krise, so sinkt ihre Möglichkeit zur Gewährung materieller und immaterieller Anreize, was aus der Sicht verschiedener Interessengruppen zu Anreiz-Beitrags-Ungleichgewichten führt. **Unternehmungskrisen sind** aus koalitionstheoretischer Sicht demzufolge global als **Anreiz-Beitrags-Ungleichgewichtszustände** zu interpretieren. Wird aus Sicht einzelner Koalitionsteilnehmer ihr Beitrag zur Erhaltung der Unternehmung nicht in Art und Höhe durch subjektiv gleichwertige Anreize vergolten, so wird das Ziel der Unternehmungserhaltung aus ihrer Sicht mittelfristig in Frage gestellt.[105] Dies bedeutet, daß sich die Unternehmung als **gesellschaftliche Institution** dann in einer **Existenzkrise** befindet, falls ihre Interessengruppen Zweifel hegen, von ihr weiterhin profitieren zu können.

---

103 Hahn, D., (1996), S. 99.

104 Vgl. zu einer solchen Interpretation Heinen, E., (1976), S. 199.

105 Vgl. Staehle, W. H., (1993), Sp. 2455; Simon, H. A., (1981), S. 142; Wenger, E., (1989), S. 165; Schreyögg, G., (1996), S. 48.

Was als (existenzgefährdende) Krise betrachtet wird, ist auf diese Weise stark abhängig von den individuellen Interessen einzelner Gruppen und Ergebnis individueller oder kollektiver Wahrnehmungs- und Bewußtseinsprozesse.[106] **Ökonomisch** bestehen Anreiz-Beitrags-Ungleichgewichte dann, falls eingesetzte Ressourcen mit Vorteilen entgolten werden, die den Vorteilen einer äquivalenten Ressourcenverwendung nicht entsprechen. Die Krise einer Unternehmung drückt sich damit in einer (Vermögens)Wertvernichtung für ihre Interessengruppen aus. Sie wird dann **akut**, falls mindestens eine maßgebliche Interessengruppe nicht mehr bereit ist, diese Wertvernichtung hinzunehmen.

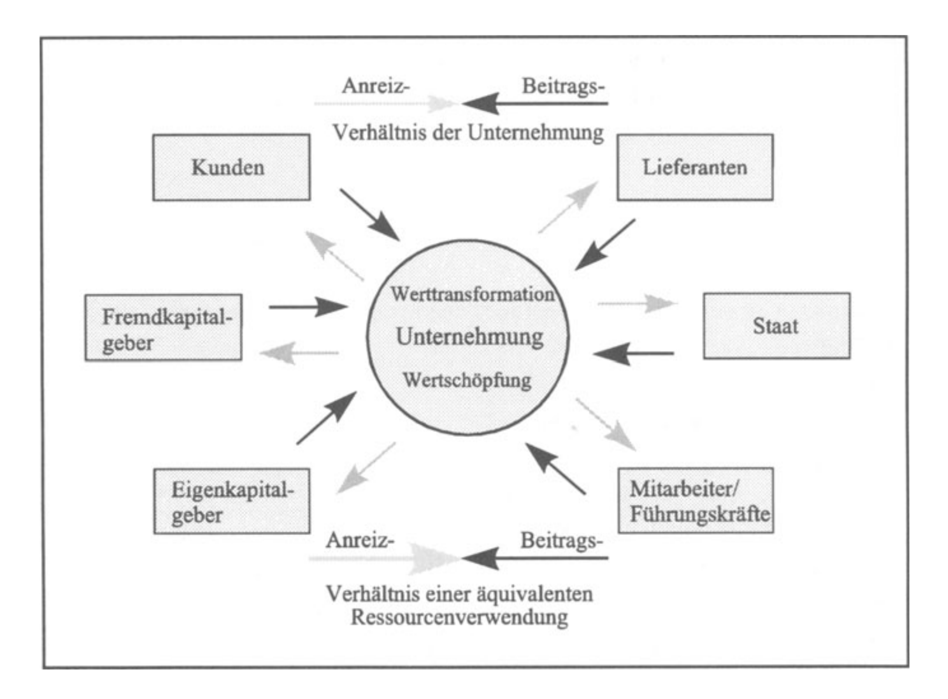


Abbildung 2.5: Unternehmungskrisen als Anreiz-Beitrags-Ungleichgewichte

Aus der Sicht verschiedener **Interessengruppen** manifestieren sich Anreiz-Beitrags-Ungleichgewichte auf unterschiedliche Weise. Die **Eigenkapitalgeber** müssen eine nachhaltige Vernichtung des Wertes ihres Eigenkapitalanteils hinnehmen sowie auf angemessene Dividendenzahlungen verzichten. Zudem ist ihr in der Unternehmung gebundenes Vermögen einem hohen Verlustrisiko ausgesetzt. Auch **Fremdkapitalgeber** sehen ihr Engagement einem hohen Ri-

106 Vgl. Staehle, W. H., (1994), S. 852 f.

siko ausgesetzt und Zins- und Tilgungszahlungen in Frage gestellt. Für **Lieferanten** entstehen Anreiz-Beitrags-Ungleichgewichte z.B. dadurch, daß sie ihre Forderungen reduzieren müssen, das Umsatzvolumen eingeschränkt wird und ggf. Preisabschläge hinzunehmen sind. Aus Sicht der **Mitarbeiter** ist besonders ihr Wunsch nach einem angemessenen Lohn und sicheren Arbeitsplatz durch Personalanpassungsmaßnahmen und Lohnkürzungen in Frage gestellt. Vor allem bei den qualifiziertesten **Fach- und Führungskräften**, die in akuten Unternehmungskrisen Beiträge in Form eines sehr hohen Arbeitseinsatzes erbringen müssen, sind Anreiz-Beitrags-Ungleichgewichte besonders stark ausgeprägt. Geringe materielle Anreiz- und Identifikationsmöglichkeiten, gepaart mit hoher Frustration und Arbeitsbelastung sowie der Unsicherheit über die eigene berufliche Zukunft, veranlaßt **gerade diejenigen** Mitarbeiter zu einem Ausscheiden aus der Unternehmung, die für eine Krisenbewältigung am dringendsten benötigt würden.[107] Neue Fach- und Führungskräfte können hingegen nur schwer gewonnen werden. Da die Kompetenz einer Unternehmung durch die Qualität ihrer Mitarbeiter verkörpert wird, **sinken** durch diese **Negativselektion** die **Krisenbewältigungschancen und** der **Wert der Unternehmung nachhaltig**.

Für den **Staat** sind künftige Steuerzahlungen und bisherige Steuerforderungen in Frage gestellt. Anreiz-Beitrags-Ungleichgewichte entstehen für **Kunden** dann, falls aus ihrer Sicht ein subjektives Ungleichgewicht zwischen gefordertem Preis (Beitrag) und der durch die Unternehmung zur Verfügung gestellten Leistung (Anreiz) besteht. Auf der anderen Seite hat eine Verminderung des sog. „*consumer's surplus*", d.h. der Differenz zwischen der Zahlungswilligkeit der Kunden und dem geforderten Preis, einen verminderten Absatz und somit verminderte Einzahlungen als Basis für die Anreizbereitstellung der anderen Interessengruppen zur Folge.[108] Verdeutlicht man sich, daß in der Unternehmung geleistete Beiträge zu Anreizen für ihre Interessengruppen transformiert werden,[109] so ist damit auch eine umgekehrte Betrachtungsperspektive einnehmbar: eine Unternehmung befindet sich *dann* in einem Zustand des **Ungleichgewichts**, wenn **aufgrund der** quantitativ und qualitativ geleisteten **Beiträge** nicht die geforderten Anreize für die Koalitionsteilnehmer zur Verfügung gestellt werden können. Um diese geforderten Anreize bereitstellen zu können, müssen in der Unternehmung Werte durch Res-

---

[107] Vgl. Moore, R. W., (1991), S. 2; Töpfer, A., (1985), S. 77; Starbuck, W. H., Nystrom, P. C., (1995), Sp. 1389 ff.; Müller, R., (1986), S. 505; Maus, K. H., (1991), S. 1134; Schröder, J., (1985), S. 136. Daneben kann auch durch eine Beitragsreduzierung („innere Kündigung") ein subjektives Anreiz-Beitrags-Gleichgewicht wiederhergestellt werden. Vgl. z.B. Kirsch, W., (1990), S. 100.

[108] Vgl. ähnlich Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., (1994), S. 23.

[109] Vgl. Kupsch, P. U., Marr, R. (1991), S. 746.

sourcenpoolung geschaffen bzw. „geschöpft" werden. Mit anderen Worten: es müssen Güter und Dienstleistungen mit jenen (Wert)Eigenschaften hervorgebracht werden, die zur Bedürfnisbefriedigung der Kunden beitragen und bei diesen eine Zahlungsbereitschaft auslösen. Dies führt in der Unternehmung zu Einzahlungen, die als Basis für die Anreizgewährung aller Koalitionsteilnehmer dienen. Ein Anreiz-Beitrags-Ungleichgewicht aus der Sicht der Unternehmung entsteht aus dieser Perspektive dann, falls im Wertschöpfungsprozeß für die Anreizgewährung der Koalitionsteilnehmer **mehr Werte verbraucht** werden, **als** auf dem Absatzmarkt **erzielt** werden können.[110] Die hieraus resultierende Differenz führt direkt zu einer Verminderung des Wertes der Unternehmung. Sie „lebt auf Kosten der Substanz."

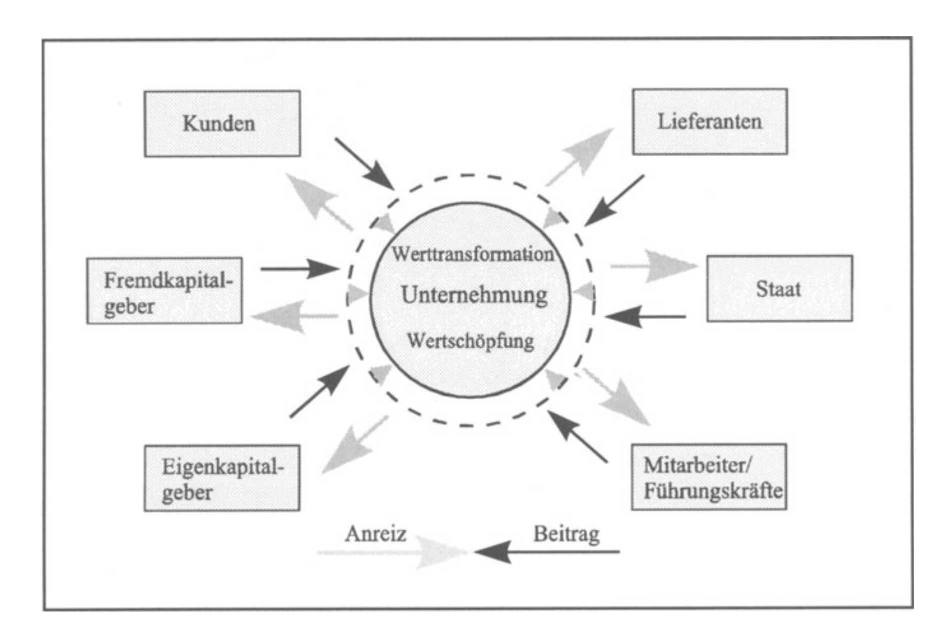


Abbildung 2.6: Wertverlust als Resultat von Unternehmungskrisen

Zusammenfassend kann aus koalitionstheoretischer Perspektive festgehalten werden, daß **Unternehmungskrisen durch Anreiz-Beitrags-Ungleichgewichte** gekennzeichnet sind. Die verminderte Möglichkeit, zur individuellen Zielerreichung einzelner Interessengruppen beizutragen, kommt dabei in einem **Wertverlust** zum Ausdruck, **den die Unternehmung aus der Sicht aller dieser Interessengruppen erleidet**.

110 Vgl. dazu auch Porter, M., (1989), S. 21.

2.2.4 Vertragstheoretische Kennzeichnung der Unternehmungskrise

Aus vertragstheoretischer Sicht sind Unternehmungen **Institutionen**, die durch eine vertragliche Kooperation verschiedener Individuen gebildet werden. Bei der nachfolgenden **vertragstheoretischen Kennzeichnung der Unternehmungskrise** sollen diejenigen wichtigsten **Wirkungen** einer Unternehmungskrise **auf die Vertragsstrukturen** einer Unternehmung erfaßt werden, welche für diese Arbeit Relevanz besitzen.

(1) Kennzeichnung im Kontext der Principal-Agent-Theorie

Unternehmungskrisen sind durch eine **Vielzahl unterschiedlicher Principal-Agent-Beziehungen** gekennzeichnet, deren Problematik sich im **Verlauf** von Unternehmungskrisen **ständig verschärft**. In der wichtigsten Principal-Agent-Beziehung treten die **Führungskräfte** einer Unternehmung **als Agenten** anderer Interessengruppen auf. Da Führungskräfte in der Literatur vielfach pauschal als Ursache für Unternehmungskrisen ausgemacht werden,[111] kann aus Sicht der Neuen Institutionenökonomie vermutet werden, daß dabei Principal-Agent-Probleme eine wesentliche Rolle spielen.[112] Diese Argumentation liegt nahe, da davon ausgegangen wird, daß Agenten grundsätzlich im Sinne eigener Ziele handeln und ihren Nutzen auch dann zu maximieren suchen, wenn ihrem Principal dadurch ein - gegebenenfalls weitaus höherer - Schaden entsteht.

Aus Sicht der Principal-Agent-Theorie können Unternehmungskrisen demnach verursacht werden, weil Führungskräfte ihren **eigenen** Nutzen auf Kosten der **Unternehmungseigentümer** zu maximieren suchen, ohne daß dies wahrgenommen würde. So kann bei Führungskräften die Neigung zu risikoreichen Entscheidungen dadurch begünstigt werden, daß sie die Konsequenzen ihres Handelns nur partiell tragen: Sie setzen nicht ihr eigenes Vermögen hohen Risiken aus.[113] Falls ihr Entscheiden und Handeln ursächlich für die Entstehung einer Unternehmungskrise ist, sind Führungskräfte außerdem oftmals bestrebt, diese möglichst lange zu verschleiern. Der Grund für ein solches Handeln liegt darin, daß sich ein Bekanntwerden der

---

111 Vgl. z.B. Vogelsang, G., (1988), S. 100; Baur, W., (1979), S. 31; Schaaf, W. A., (1990), S. 438 f.; Maus, K. H., (1991), S. 1134; kritisch äußert sich dagegen Staehle, W. H., (1993), Sp. 2454.

112 Vgl. Schmidt, R. H., (1984), S. 718 ff.

113 Aus Sicht der Property-Rights-Theorie sollte eine möglichst vollständige Zuordnung von Konsequenzen auf diejenigen Akteure vorhanden sein, die diese durch ihre Entscheidungen und Handlungen hervorrufen. Vgl. zur Einheit von Kapitalrisiko, Verfügungsmacht und Erfolg Picot, A., Michaelis, E., (1984), S. 256.

Krise negativ auf ihre Chancen auf dem Markt für Führungskräfte bzw. auf ihre berufliche Existenz, ihr Ansehen und auf diese Weise ihre **Wohlfahrtsposition** auswirken würde.[114] Deshalb können Führungskräfte z.B. versuchen, Krisensymptome solange zu verschleiern, bis sie einen neuen Vertrag erhalten haben oder zu einer anderen Unternehmung wechseln konnten. Ein solches Verhalten fällt ihnen aufgrund bestehender Informationsungleichgewichte erfahrungsgemäß relativ leicht.[115]

Hier ist jedoch nach der **Rolle des Aufsichtsrats** zu fragen, der als zentrales Organ zur Beherrschung von Agency-Problemen angesehen wird.[116] Zu seinen konstitutiven Aufgaben gehört die Vermeidung bzw. Früherkennung von Unternehmungskrisen, indem er die Unternehmungsführung in ihrer Aufgabenerfüllung überwacht.[117] Gerade in jüngster Zeit wurde jedoch vielfach die **Effektivität des Aufsichtsrates** hinsichtlich der Früherkennung und Vermeidung krisenhafter Entwicklungen **bezweifelt**.[118] Er sieht sich aufgrund seiner Strukturierung und aufgrund von Informationsungleichgewichten häufig großen Problemen ausgesetzt, eine wirksame **Überwachung** der Unternehmungsführung zu **gewährleisten**. So ist es für den Aufsichtsrat oftmals schwer zu beurteilen, ob krisenhafte Entwicklungen auf mangelnden Einsatz oder Unfähigkeit der Agenten, auf unbeeinflußbare externe Gründe oder auf eine Kombination dieser Ursachen zurückzuführen sind. Die Konsequenz dieser Probleme ist zunächst, daß eine Trennung von verantwortlichen Führungskräften so zum Schaden der Unternehmung verzögert wird. Zudem ist zu vermuten, daß der **Grund** für den (zu)späten Beginn vieler Sanierungsversuche in ungelösten **Principal-Agent-Problemen** zu suchen ist. Hierdurch entstehen den Unternehmungseigentümern **Vermögensverluste**, die regelmäßig vielfach höher sind als der persönliche Wohlfahrtsgewinn jener Führungskräfte, die auf oben diskutierte Weise handeln.

114 Vgl. Müller, R., (1986), S. 322; Baur, W., (1979), S. 64; Starbuck, W. H., Nystrom, P. C., (1995), Sp. 1389; Becker, H., (1990), S. 6; Sieben, G., Russs, W., (1989), Sp. 1766. Daß diese Befürchtung nicht unbegründet ist, zeigt GILSON empirisch für die USA. Vgl. Gilson, S. C., (1990), S. 356 und Gilson, S. C., Vetsuypens, M. R., (1993), S. 426.

115 Beispielhaft Henry, A., (1996), S. 130: „Es mehren sich die Fälle, in denen die Vorstände ihre eigenen Mitarbeiter und Aktionäre für dumm verkaufen."

116 Vgl. zu dieser Interpretation z.B. Süchting, J., (1995), S. 336; Schanz, G., (1983), S. 262; Schoppe, S. G. et al., (1995), S. 222 f.; Flassak, H., (1995), S. 126 ff.

117 Vgl. dazu § 111 Abs. 1 AktG.

118 Vgl. zur jüngsten Diskussion über die Aufsichtspflicht des Aufsichtsrats zur Vermeidung einer Unternehmungskrise, die das deutsche Aufsichtsratsmodell grundsätzlich in Frage stellte z.B. o.V., (1994), S. 14; o.V., (1994b), S. 16; Hillebrand, W., Nölting, A., Wilhelm, W., (1993), S. 32 ff.; Enzweiler, T., (1996b), S. 48 f.; Bea, X., Haas, J., (1994), S. 486; Flassak, H., (1995), S. 131.

Neben dem Aufsichtsrat sollen auch **Führungskräfte-Anreizsysteme** zur Vermeidung von Unternehmungskrisen beitragen. Ihr wesentliches Element ist die partielle **Erfolgsabhängigkeit** der Vergütung, wodurch Führungskräfte am Ertragsrisiko der Unternehmung partizipieren. Die Effizienz von Führungskräfte-Anreizsystemen wird jedoch dadurch gemindert, daß die Vergütung von angestellten Führungskräften i.d.R. lediglich an die Höhe des Ertrags gebunden ist und diese für entstehende Verluste üblicherweise nicht einzustehen haben.[119] So können gerade auf diese Weise strukturierte Anreizsysteme Führungskräfte dazu bewegen, besonders risikoreiche Investitionen zu tätigen.

Bereits diese erste Betrachtung hat die Bedeutung von Principal-Agent Problemen für die Entstehung und Entwicklung von Unternehmungskrisen verdeutlicht: Interessendivergenzen und Probleme asymmetrischer Informationsverteilung vergrößern sich typischerweise im Verlauf von Unternehmungskrisen. Bedeutende Principal-Agent-Probleme treten jedoch nicht allein aus Sicht der Unternehmungseigentümer auf, sondern entstehen - in verschärfter Form - auch **aus Sicht der Fremdkapitalgeber bzw. Gläubiger**. Diese überlassen der Unternehmung grundsätzlich Finanzmittel, ohne über deren Verwendung entscheiden zu können und ohne über umfassende Informationsmöglichkeiten zu verfügen. Informationsmöglichkeiten gewinnen im Verlauf von Unternehmungskrisen jedoch stark an Bedeutung, mit der Folge, daß Gläubiger mißtrauisch den gemachten Aussagen hinsichtlich der finanziellen Situation der Unternehmung gegenüberstehen. Dies führt zusammen mit der Tatsache, daß Gläubiger an Verlusten, nicht aber an Gewinnen partizipieren[120] zu einer starken Verschlechterung der Finanzierungsmöglichkeiten.[121] Ferner besteht die Gefahr eines „krisenverstärkenden Zirkels", indem die Zulieferer ihre Lieferungen vermindern oder einstellen und so die Umsatzmöglichkeiten und das Ergebnis der Unternehmung weiter verschlechtern.[122] Die Bedeutung des im Verlauf einer Unternehmungskrise wachsenden Problems asymmetrischer Informationsverteilung und asymmetrischer Risikostruktur kann soweit gehen, daß die Gläubiger letztendlich mit der Beantragung eines Insolvenzverfahrens reagieren, da sie davon ausgehen, daß der Insolvenzverwalter ein geringeres Interesse an der Verschleierung der tatsächlichen Verhältnisse hat als die bisherige Unternehmungsführung.

119 Vgl. Decker, R. O., (1994), S. 2.

120 Vgl. Drukarczyk, J., (1987), S. 21.

121 Vgl. insb. Schmidt, R. H., (1984), S. 722 und Kapitel 2.3.4 dieser Arbeit. Zudem bestehen umfangreiche Informationsungleichgewichte zwischen den verschiedenen Gläubigern. So ist z.B. typischerweise die Hausbank besser informiert und kann die Ereignisse - zu ihren Gunsten - eher beinflussen, als andere Gläubiger.

122 Vgl. Reiferson, P. J., (1992), S. 1.

(2) Kennzeichnung im Kontext der Property-Rights-Theorie

Ungelöste Principal-Agent Probleme sind als mögliche Ursache von Unternehmungskrisen herausgearbeitet worden. Dies führt aus Sicht der Property-Rights-Theorie zu der Vermutung, daß **Ineffizienzen auf dem Markt für Unternehmungskontrolle** eine Rolle spielen könnten. Dieser wird als Instrument zur Entschärfung von Principal-Agent-Problemen angesehen, da „auf diesem Markt" Führungskräfte um das Recht kämpfen, über die Verwendung knapper Unternehmungsressourcen entscheiden zu können.[123] Das Verfügungsrecht wird quasi als ein eigenständiges wirtschaftliches Gut gehandelt, das demjenigen zufällt, der es am besten zu nutzen vermag.[124] **Anreize für einen Austausch des Managements** und Umverteilung der Verfügungsrechte bestehen dann, falls die (Kapital)Ressourcen der Unternehmung nicht bestmöglich eingesetzt werden, mit der Konsequenz, daß der Unternehmungswert unter seinem potentiell möglichen liegt.[125]

Unternehmungskrisen, die auf Fehlleistungen der Unternehmungsführung zurückzuführen sind, kann es auf streng informationseffizienten Kapitalmärkten nicht geben. Deshalb stellt sich bei Unternehmungen, die über einen längeren Zeitraum in eine akute Krise geraten sind und die bereits eine nachhaltige Vernichtung von Unternehmungswert hinnehmen mußten die Frage, warum sich externe Investoren nicht früher engagiert, die Unternehmungsführung abgelöst und so eine akute Krise verhindert haben.

Allgemein wird der **Disziplinierungsmechanismus** des *„Market for Corporate Control"* jedoch als **wenig effizient** angesehen. Speziell in Deutschland kann - wie jüngste Beispiele zeigen - kaum von einem Markt für Unternehmungskontrolle gesprochen werden. Eine **drohende Übernahme** ist **kaum ein Instrument zur Disziplinierung** der Unternehmungsführung.[126] Ursächlich dafür ist die spezifisch deutsche Unternehmungslandschaft, in der die Unternehmungsfinanzierung und Kontrolle über den Kapitalmarkt aus einer Vielzahl von Gründen gegenüber der Selbstfinanzierung und Bankenkontrolle in den Hintergrund rückt.[127] Zudem wer-

[123] Vgl. Jensen, M. C., Ruback, R. S., (1983), S. 6.

[124] Vgl. Röhrich, M., (1992), S. 42; Picot, A., Michaelis, E., (1984), S. 260 ff. In den USA haben eine Reihe von Autoren argumentiert, daß es durch den Niedergang des Marktes für feindliche Unternehmungsübernahmen zu einer „Isolation" des Managements von den Auswirkungen schlechter Unternehmungsergebnisse gekommen sei. Vgl. Gilson, S. C., Vetsuypens, M. R., (1993), S. 425 f. und die dort angegebene Literatur.

[125] Vgl. z.B. Picot, A., Michaelis, E., (1984), S. 263; Ridder-Aab, C.-M., (1980), S. 104 ff.

[126] Vgl. Hachmeister, D., (1995), S. 25.

[127] Vgl. Röhrich, M., (1992), S. 104 f.; Hachmeister, D., (1995), S. 1 ff.

den grundsätzlich auftretende **Informationsprobleme**[128] bei einer Krisenunternehmung dadurch verschärft, daß die Unternehmungsführung verschlechterte Erfolgsaussichten zu verheimlichen sucht, mit der Konsequenz, daß die Unternehmung kurzfristig überbewertet wäre. Potentielle Investoren können so keine Kenntnis von Krisenunternehmungen mit „Wertlücke" erlangen. **In späten Phasen** einer Unternehmungskrise, die bereits zu einer nicht unbeträchtlichen Publizität geführt hat, können externe Investoren zwar Kenntnis von Investitionsmöglichkeiten erlangen; für eine Übernahme der Unternehmung kann es jedoch - z.B. aufgrund rapide gestiegener Transaktionskosten - bereits zu spät sein.[129]

Wenn die Gefahr der Übernahme von der Höhe der Wertsteigerungspotentiale abhängt,[130] so kann sich für Investoren dennoch eine Übernahme anbieten.[131] Erfolgt diese nicht, kann als möglicher Grund ferner in Frage kommen, daß die Leistungen der Unternehmungsführung nicht ursächlich für die Unternehmungskrise sind: lediglich durch einen Wechsel des Managements hätte eine akute Krise weder abgewendet werden können noch kann eine Gesundung der Unternehmung herbeigeführt werden. Grundsätzlich kann als Schluß dieser Überlegungen festgehalten werden, daß **mit steigender Effizienz des Kapitalmarktes** die **Wahrscheinlichkeit sinkt**, daß die **Gründe** einer Unternehmungskrise auf **Fehler des Managements** zurückzuführen sind.

Verfügungsrechtsstrukturen werden in Unternehmungskrisen jedoch nicht nur durch eine potentielle Übernahme oder einen Austausch des Managements verändert. Vielmehr läßt sich feststellen, daß im Verlauf von Unternehmungskrisen eine „**Verdünnung**" und **Verlagerung** der durch die Unternehmungsführung gehaltenen **Verfügungsrechte** stattfindet. Diese „kalte Reallokation der Verfügungsrechte" kann in letzter Konsequenz bis zur faktischen Aufhebung der wirtschaftlichen Selbständigkeit der Unternehmung führen und dürfte eine signifikante Erhöhung der von ihr zu tragenden Transaktionskosten hervorrufen.[132] Die Verfügungs-

128 Vgl. z.B. Ballwieser, W., Schmidt, R. H., (1981), S. 673; Moser, A. C., (1991), S. 29.

129 Vgl. Ballwieser, W., Schmidt, R. H., (1981), S. 672 f.

130 Vgl. Ballwieser, W., Schmidt, R. H., (1981), S. 672; Hachmeister, D., (1995), S. 24; Herter, R. N., (1994), S. 18.

131 Im Gegensatz zu den LBO's der achtziger Jahre, die eine Wertsteigerung primär durch die Zerschlagung („Asset Stripping") diversifizierter Konzerne in einer eher kurzfristigen Zielsetzung erzielten, soll durch eine Sanierung gerade eine *Erhaltung* der Unternehmung ermöglicht werden. Vgl. zur LBO Problematik z.B. Milde, H., (1990), S. 649 ff.

132 Vgl. inhaltlich ähnlich z.B. Leker, J., (1993), S. 12 f.; Clasen, J. P., (1992), S. 72 f.; Howaldt, S. D., (1994), S. 37; Kienbaum, J., Jochmann, W., (1985), S. 101.

rechtsverlagerung, weg von der internen oberen Unternehmungsführung (Vorstand/Geschäftsführung), beginnt typischerweise mit einer stärkeren Einflußnahme der externen oberen Führung (Aufsichtsrat/Beirat), die „in die Pflicht genommen wird."[133] Zudem nehmen die Eigentümer einer fremdgeführten Unternehmung über den Aufsichtsrat oder die (außerordentliche) Haupt-/Gesellschafterversammlung vermehrt Einfluß auf die Unternehmungspolitik.[134] Dies geschieht z.B. dadurch, daß sie auf dem Einsatz spezialisierter Unternehmungsberater bestehen und so die Unternehmungsführung in ihren Handlungsmöglichkeiten weiter einschränken. Ein weiteres Stadium der Beeinträchtigung der Handlungsmöglichkeiten ist erreicht, wenn aufgrund einer angespannten Liquiditätslage die Kreditgeber der Unternehmung versuchen, direkt Einfluß auf unternehmerische Entscheidungen auszuüben und damit die wirtschaftliche Unabhängigkeit der Unternehmung weiter einschränken. Aufgrund der von den Kapitalgebern befürchteten Verluste und ggf. Zahlungsunfähigkeit der Unternehmung, steht die Unternehmungsführung damit unter einem permanenten Aktions- und Rechtfertigungsdruck bei gleichzeitig eingeschränkten Handlungsmöglichkeiten.

Erfahrungsgemäß können auch Marktpartner eher Einfluß auf die Unternehmungsführung nehmen und sich z.B. bei der Ausgestaltung langfristiger Planungen weitgehende Mitspracherechte ausbedingen. Eine Verdünnung der Handlungsrechte wird ferner durch staatlich gesetztes (Sozial-)Recht hervorgerufen. Zu denken ist hier beispielsweise an Bestimmungen zu Sozialplänen oder der Sozialauswahl im Rahmen eines Arbeitsplatzabbaus. Im Falle der Insolvenz der Unternehmung gehen die Verfügungsrechte über das - dann schuldnerische - Vermögen vollständig auf das Kollektiv der Gläubiger über,[135] das seinerseits einen Insolvenzverwalter mit der Ausübung dieser Rechte beauftragt und auf diese Weise eine Principal-Agent-Beziehung durch eine neue ersetzt.

Eine im Verlauf von Unternehmungskrisen zu beobachtende Verlagerung von Verfügungsrechten ist zudem noch aus einer weiteren Perspektive relevant: aus Sicht der **Unternehmungseigentümer** besteht das Ergebnis von Unternehmungskrisen und folgender Sanierungsaktivitäten typischerweise darin, daß sie sich mit einer deutlichen Verringerung ihres Anteils am Eigenkapital zufrieden geben müssen oder diesen ganz verlieren.

---

[133] Vgl. zur Informationspflicht des Aufsichtsrats § 90 Abs. 1 AktG.

[134] Vgl. dazu die Bestimmungen des § 92 Abs. 1 AktG und analog § 48 Abs. 3 GmbHG.

[135] Vgl. z.B. Drukarczyk, J., (1995), S. 41.

(3) Kennzeichnung im Kontext der Transaktionskosten-Theorie

Unternehmungskrisen haben aus der Perspektive der Transaktionskosten-Theorie nachhaltige Auswirkungen auf die Informations-, Verhandlungs- und Vertragskosten einer Unternehmung. Dies läßt sich mit einer in ihrem Verlauf kontinuierlich steigenden Verunsicherung und einem Vertrauensverlust bei ihren Vertragspartnern begründen.[136] Die Folge ist eine **Erhöhung der Transaktionskosten**, da mit zunehmender Unsicherheit von ihren Transaktionspartnern eine größere Anzahl an Eventualitäten und höhere Risiken berücksichtigt werden müssen.[137] Aus dieser Sicht ist kennzeichnend für eine Unternehmungskrise, daß sich die Vertragspartner der Unternehmung mit fortschreitender Krise zunehmend **Sicherheiten**, z.B. in Form von Vorauszahlungen, Sicherungsübereignungen, Eigentumsvorbehalten und Bankgarantien ausbedingen und auf diese Weise für ein sprunghaftes Ansteigen der Transaktionskosten sorgen.[138] Dieses Problem wird **dadurch verschärft**, daß infolge des allgemeinen Vertrauensschwunds eine **opportunistisch gefärbte Informationspolitik vermutet** und gemachten Aussagen mißtraut wird. Ist eine Unternehmungskrise bereits öffentlichkeitswirksam geworden und kursieren Gerüchte in der Branche, so wird die Bedeutung eines gezielten Informationsprogramms deutlich. Auf der anderen Seite ist aus dieser Perspektive der **in der Praxis** oft zu beobachtende Versuch erklärbar, eine Krise diskret zu bewältigen.[139]

Die Transaktionskostentheorie vermutet, daß mit zunehmendem Ausmaß **transaktionsspezifischer Investitionen** die gegenseitige Abhängigkeit der Transaktionspartner steigt.[140] Gerade diese Abhängigkeit werden potentielle Transaktionspartner einer akut krisenhaften Unternehmung zu vermeiden suchen. Dies hat zur Folge, daß die Bereitschaft zur Tätigung **spezifischer Investitionen** im Verlauf einer Unternehmungskrise kontinuierlich sinkt, da die Transaktionspartner befürchten müssen, daß sich ihre Investitionen im Insolvenzfall entwerten. So sind Vertragswerkstätten ggf. nicht mehr bereit, die notwendige Zahl an Ersatzteilen für Produkte vorzuhalten, deren weitere Produktion nicht gesichert scheint, oder Abnehmer ver-

---

136 Vgl. dazu z.B. Albach, H., (1979), S. 17; Groß, P. J., (1988), S. 4; Becker, H., (1978), S. 673 und das Beispiel DECKEL MAHO bei Psotta, M., (1994), S. 13.

137 Vgl. Ebers, M., Gotsch, W., (1993), S. 221.

138 Vgl. z.B. Ruback, R. S., McNair, E. H., (1992), S. 1 oder auch die Ausführungen bei Kienbaum, J., Jochmann, W., (1985), S. 102.

139 Damit kann mit der Transaktionskostentheorie auch erklärt werden, warum oft bewußt nicht von einer „Krise“, sondern statt dessen von einer „angespannten Ertragslage“ oder „konjunkturellen Umsatzrückgängen“ gesprochen wird. Vgl. Müller, R., (1986), S. 322.

140 Vgl. Ebers, M., Gotsch, W., (1993), S. 230.

zichten aus gleichem Grund auf die (z.B. konstruktive) Berücksichtigung von Zulieferteilen.[141] Dieses Problem hatte in den neuen Bundesländern eine große Bedeutung: Für viele Unternehmungen der Treuhandanstalt war es fast unmöglich, langfristige Lieferverträge zu erhalten.

Spezifische Investitionen haben gleichwohl für akut krisenhafte Unternehmungen oftmals auch einen positiven Aspekt: **Bereits getätigte transaktionsspezifische Investitionen** können bei den Vertragspartnern den Anreiz steigern, zu einer **Sanierung beizutragen**.[142] So gab es bei der Krise des Automobilzulieferers BECKER RADIO über eine längere Zeit bei den bedeutendsten Abnehmern, den Unternehmungen MERCEDES-BENZ und BMW, die Überlegung, sich an BECKER RADIO zu beteiligen und gemeinsam eine Sanierung sicherzustellen, mit dem Ziel, die Geschäftsbeziehung zu erhalten. Erst nachdem ein für die Abnehmer akzeptabler Investor gefunden worden war, wurde diese Absicht verworfen.[143]

Diese für die hier vorliegende Arbeit bedeutsamen vertragstheoretischen Aussagen zur Unternehmungskrise sind eher exemplarisch aufzufassen. Sie können als Anregung für weitere Forschungen dienen. In summa gilt, daß aus vertragstheoretischer Sicht im Verlauf von Unternehmungskrisen mit einer starken Erhöhung der Transaktionskosten und so mit einer **„Erhöhung der Reibung im System“ unternehmerischer Austauschbeziehungen** zu rechnen ist. In die gleiche Richtung wirkt eine zu erwartende Erhöhung der von der Unternehmung zu tragenden Agency-Kosten. Zudem ist von einer Verdünnung der Verfügungsrechte auszugehen, so daß **Unternehmungskrisen nicht nur zu einer Entwertung des Eigentums**, sondern auch zu einer **Entwertung der Eigentümerposition** führen. Da der Wert der Unternehmung maßgeblich von den mit ihr verbundenen Verfügungsrechten abhängt,[144] erscheint es einsichtig, daß **ihr Wert** aufgrund der beschriebenen Verdünnung der Verfügungsrechte **im Verlauf einer Unternehmungskrise kontinuierlich abnimmt**, um dann in der Insolvenz für die Eigenkapitalgeber vollständig vernichtet zu sein. Zusammenfassend ist plausibel, die beschriebenen vertragstheoretischen Einflüsse dahingehend zu interpretieren, **daß Unterneh-**

141 Vgl. z.B. Psotta, M., (1994), S. 13. Entsprechende Probleme entstehen mit den Zulieferern. So berichtet SCHRÖDER aus der Sanierungspraxis, daß sich „beschaffungsbezogen die Frage stellte, inwieweit die Lieferanten bereit sein würden, das Unternehmen weiter zu beliefern, insbesondere bei der teilweise geforderten firmenspezifischen Ausrichtung der Vorprodukte.“ Schröder, J., (1985), S. 136. Vgl. auch Werbalowsky, J. I., (1991), S. 54.

142 Vgl. z.B. Groß, P. J., (1988), S. 107 und 114 f.

143 Vgl. dazu Friese, U., (1995), S. 48.

144 Vgl. Large, R., (1995), S. 34 ff.

mungskrisen aus dieser Sichtweise zu einer Verringerung des Wertes der Unternehmung führen.

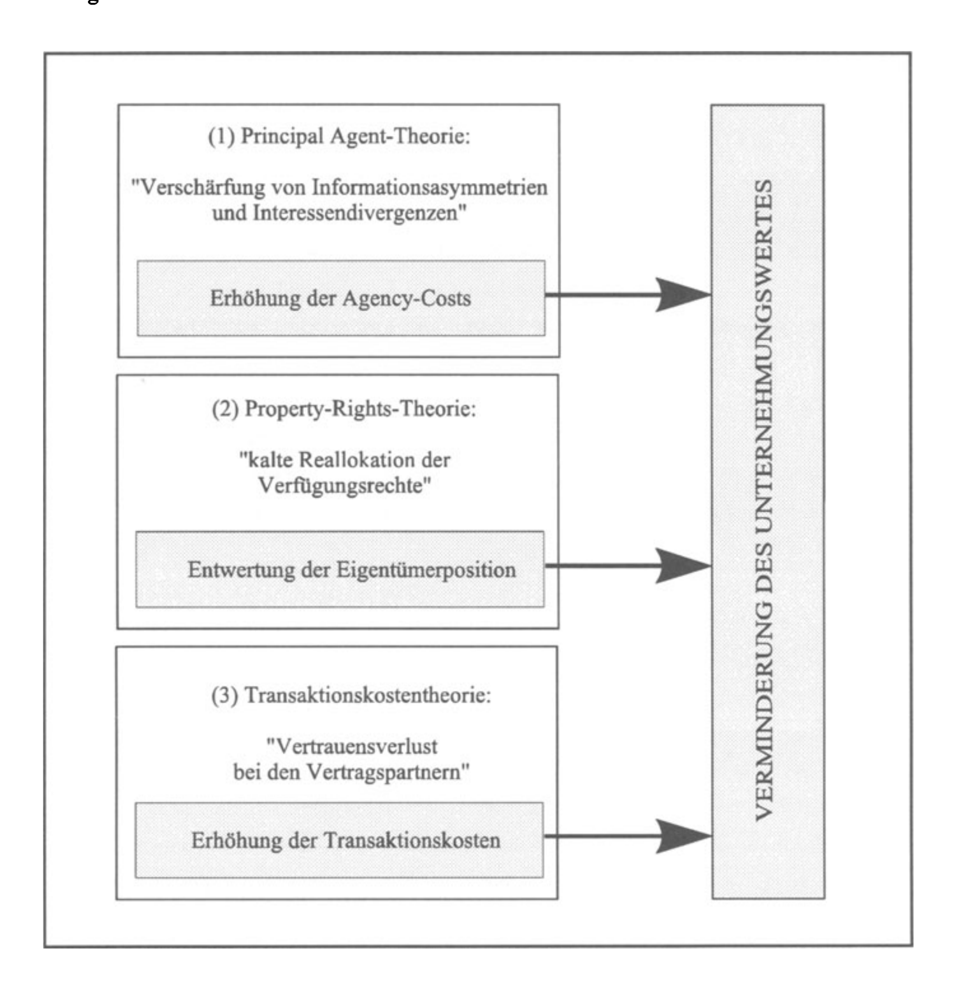


Abbildung 2.7: Wirkung von Unternehmungskrisen im Kontext der Vertragstheorie

2.2.5 Entscheidungstheoretische Kennzeichnung: Führung in der Unternehmungskrise

Als herausragendes Krisenmerkmal ist aus systemtheoretischer Sicht die akute Existenzgefährdung des Systems Unternehmung herausgearbeitet worden. Der daraus resultierende **Entscheidungs-** und **Handlungszwang** läßt eine entscheidungstheoretische Kennzeichnung der Unternehmungskrise als sinnvoll erscheinen.

Im Mittelpunkt der Entscheidungstheorie steht der auf das Fällen und Durchsetzen von **Entscheidungen** ausgerichtete **Führungsprozeß** in Unternehmungen.[145] In dieser **sachrationalen** Betrachtung des Führungsprozesses wird Führung als Informationsverarbeitungsprozeß verstanden. Führung hat allerdings stets auch eine **personale** bzw. **sozio-emotionale** Komponente, die sich aus den Verhaltensweisen der am Führungsprozeß Beteiligten ergibt.[146] Bezogen auf den Führenden ist hier vor allen Dingen die Frage des **Führungsverhaltens**, d.h. des Führungsmodells und Führungsstils angesprochen. Aus Sicht des Geführten beeinflußt die personale Komponente der Führung in erster Linie das **individuelle Leistungsverhalten** und die **Motivation**.[147]

Führung in einer Unternehmungskrise ist eine spezifische Führungsaufgabe, im Regelfall mit dem Ziel, jene Prozesse in der Unternehmung zu bewältigen, die andernfalls ihren Fortbestand in Frage stellen oder gar unmöglich machen würden.[148] Aus **sachrationaler Perspektive** wird Führung in Unternehmungskrisen durch eine **Einschränkung des Entscheidungsfeldes** gekennzeichnet, dem quantitativ und qualitativ steigende **Problemlösungsanforderungen** gegenüberstehen. Beide Einflußgrößen sind abhängig vom Stadium der Unternehmungskrise. Die folgenden Aussagen beziehen sich - dem Erkenntnisobjekt dieser Arbeit entsprechend - auf die Führung in akuten, aber (vermeintlich noch) beherrschbaren Unternehmungskrisen.

Führung in akuten Krisensituationen kann generell als eine der **größten unternehmerischen Herausforderungen** gekennzeichnet werden. Dies drückt sich in der Komplexität der

---

[145] Vgl. Hahn, D., (1996), S. 41 und Kapitel 2.1.4 dieser Arbeit.

[146] Vgl. Bleicher, K., Meyer, E., (1976), S. 39; Bleicher, K., Hahn, D., (1974), S. 213 ff.; Hahn, D., (1996), S. 42; Hahn, D., (1990), S. 48 f.; Wild, J., (1982), S. 32 und 187 f.; Staehle, W. H., (1994), S. 308 ff.

[147] Vgl. z.B. Bleicher, K., Meyer, E., (1976), S. 68 f.; Krüger, W., (1994), S. 281 ff.

[148] Vgl. Hahn, D., Krystek, U., (1989), Sp. 1221; Höhn, R., (1974), S. 1.

zu bewältigenden Problemkreise und der Entwicklungsdynamik einer sich oftmals in ihren Auswirkungen beschleunigenden Unternehmungskrise aus.[149] Einerseits steht der Führungsprozeß unter **Zeitdruck**, um destruktiven Krisenwirkungen entgegenzuwirken. Auf der anderen Seite wird der Führungsprozeß vielfach durch einen so empfundenen hohen Grad an **Intransparenz** und somit **Unsicherheit** belastet. Da **Unsicherheit** aus Sicht der Entscheidungstheorie eine Funktion der verfügbaren Informationen ist, resultiert daraus ein erhöhter **Informationsbedarf**.

Der Führungsprozeß in akuten Unternehmungskrisen ist mit hohen **Risiken** verbunden. Risiken können als Gefahren interpretiert werden, die den Prozeß der Zielsetzung und Zielerreichung begleiten und ihn negativ beeinflussen können.[150] Diese Risiken sind quantitativ und qualitativ nachhaltig verstärkt, da Fehlentscheidungen schnell mit einer Existenzvernichtung der Unternehmung verbunden sein können. Von praktisch hoher Relevanz ist ferner, daß gewöhnlich **keine Erfahrungen** in der Handhabung von Unternehmungskrisen vorhanden sind. Die **Neuartigkeit der Führungsaufgabe** bezieht sich auf die wirtschaftliche, sozio-emotionale und speziell juristische Handhabung krisenspezifischer Führungsaufgaben. In aller Regel besteht damit Unterstützungsbedarf durch externe Führungskräfte und Unternehmungsberater,[151] und es wird zur Bewältigung der Aufgaben im „Dschungel des Wirtschafts- und Sozialrechts“[152] eine kompetente Rechtsberatung benötigt. Die geschilderte Diskrepanz zwischen den Anforderungen, die an Führungskräfte und Mitarbeiter gestellt werden, und den ihnen zur Verfügung stehenden Mitteln[153] sowie die hohe Verantwortung führen zu einer starken sozio-emotionalen **Belastung** des Führungsprozesses.

Bereits diese Darstellung macht die Bedeutung der **sozio-emotionalen Dimension** des Führungsprozesses deutlich. Dabei gehört die **Motivationsaufgabe** in akuten Unternehmungskrisen zu den wichtigsten und zugleich schwierigsten Führungsaufgaben, da Unternehmungskrisen aus Sicht der Mitarbeiter durch eine Vielzahl von Mißerfolgserlebnissen gekennzeichnet sind. Resultierende **Motivationsdefizite** wirken als Krisenverstärker negativ auf die Leistungsbereitschaft der Mitarbeiter und führen zu Lethargie und Handlungslähmung.[154] Es treten

---

149 Vgl. Berg, C. C., Treffert, J. C., (1979), S. 460.

150 Vgl. Hahn, D., (1987), S. 137.

151 Vgl. z.B. Ribbert, S., (1995), S. 58 ff.; Dörner, D., (1992), S. 213 f.

152 Sawall, E., (1990), S. 506. Vgl. auch Sieben, G., Russ, W., (1989), Sp. 1765.

153 Vgl. Krystek, U., (1979), S. 236.

154 Vgl. Reutner, F., (1991), S. 203; Baur, W., (1979), S. 211; Becker, H., (1990), S. 7.

Zweifel hinsichtlich der Fähigkeit der Unternehmungsführung zur Überwindung der Unternehmungskrise auf und Befürchtungen, daß die zu erwartenden Maßnahmen zum Verlust des eigenen Arbeitsplatzes führen.[155] Die Identifikation mit der Unternehmung und ihrer Ziele schwindet, Zynismus, Opportunismus und Konflikte um knappe Ressourcen nehmen zu, und Führungskräfte werden zu symbolischen Buhmännern.[156] Diesen desintegrativen Prozessen, die letztendlich zu **Auflösungserscheinungen** führen, muß die Unternehmungsführung entgegenwirken. Eine nach angesprochenen Gruppen differenzierte Publikation der Grundzüge eines **Sanierungsplanes**[157] kann hier genauso hilfreich sein wie der Hinweis auf möglicherweise eingetretene erste Erfolge oder die Veröffentlichung eines **Sanierungsleitbildes** oder einer **Sanierungsvision**.

Die hohen Anforderungen an die Unternehmungsführung und das besondere Spannungsverhältnis, das in einer Unternehmungskrise zu überbrücken ist, zeigt sich auch bei der Wahl möglicher **Führungsstile**. Allgemeingültige Aussagen hinsichtlich des zu wählenden Führungsstils sind jedoch nur eingeschränkt möglich.[158] In der Literatur überwiegt die Empfehlung, bei denkbaren Führungsstilen, die sich an einem Kontinuum zwischen „kooperativ“ und „autoritär“ abtragen lassen,[159] einen Führungsstil zu wählen, der sich einem als autoritär zu kennzeichnenden Führungsstil nähert.[160] Dies wird primär damit begründet, daß Entscheidungen unter **hohem Zeitdruck** zu fällen und durchzusetzen sind und **Sicherheitsbedürfnisse** der Mitarbeiter eher entsprochen wird. Dennoch dürfen, speziell in späteren Sanierungsphasen, kooperative Elemente nicht zu kurz kommen, um für eine Aktivierung der Leistungsbereitschaft bzw. für eine Motivationsverbesserung Sorge zu tragen.[161]

155 Vgl. Schröder, J., (1985), S. 139.

156 Vgl. Starbuck, W. H., Nystrom, P. C., (1995), Sp. 1390 und 1394.

157 Vgl. z.B. Napp, H., (1990), S. 61; Müller, R., (1986), S. 505 f.

158 Vgl. Krystek, U., (1979), S. 245.

159 Vgl. dazu Tannenbaum, R., Schmidt, W. H., (1959), S. 95 ff.

160 Vgl. Müller, R., (1986), S. 501; ähnlich Bleicher, K., Hahn, D., (1974), S. 156. Vgl. zur Diskussion in der Literatur auch Weber, P., (1980), S. 177 ff.; Baur, W., (1979), S. 218; Söhnchen, R., (1992), S. 150 ff.; Krystek, U., (1989), S. 30 ff.; Linde, F., (1994), S. 27 f.; Schulten, M. F., (1995), S. 215 ff.

161 Dies entspräche der FIEDLER'schen Kontingenztheorie, wonach ein optimaler Führungs-stil in Abhängigkeit von der vorliegenden Führungssituation zu wählen ist. Vgl. Fiedler, F. E., (1995), Sp. 940 ff.; Reutner, F., (1991), S. 96; Söhnchen, R., (1992), S. 155.

2.3 Unternehmungssanierung

2.3.1 Begriff der Unternehmungssanierung

Der Begriff „**Sanierung**" hat seine etymologischen Wurzeln im lateinischen „sanare", was in seiner Hauptbedeutung mit „heilen" übersetzt wird,[162] andererseits aber auch „wiedergutmachen", „zur Vernunft bringen" und „beruhigen" meinen kann.[163] Auch in der betriebswirtschaftlichen Literatur läßt sich eine uneinheitliche Begriffsbildung und -verwendung feststellen.[164] Es besteht jedoch Übereinstimmung, daß das Oberziel einer Sanierung darin besteht, eine existenzgefährdende Unternehmungskrise zu überwinden und damit für die **Existenzsicherung** bzw. **Erhaltung der Unternehmung** als rechtlich selbständige Wirtschaftseinheit Sorge zu tragen.[165] Durch das explizite Ziel der **Fortführung** der Unternehmung findet eine Abgrenzung zu dem umfassenderen Begriff „**Krisenmanagement**" statt. Dieser beinhaltet **alle Formen der Reaktion** auf eine bereits eingetretene und erkennbare Krise und damit ggf. auch die Einleitung einer Liquidation der Unternehmung.[166]

Konstitutive **Grundlage** für eine - meist explizit im Vergleich zur Liquidationsalternative getroffene - Fortführung(-sentscheidung) ist die Erwartung maßgeblicher Interessengruppen und ihrer Vertreter, daß eine akut krisenhafte Unternehmung in Zukunft wieder zu ihrer individuellen Zielerreichung beitragen kann. Aus diesem Interesse konstituiert sich der **Wille**, **die Unternehmung zu erhalten**.[167] Maßgeblich sind zunächst Kapitalgeber und Mitarbeiter, die viel-

---

162 Ausgehend von dieser Begriffsbildung erfolgt in der Literatur oftmals eine Verwendung medizinischer Metaphern. So bedeutet für RÜTSCHI Sanierungsmanagement eine „nachhaltige Gesundung durch eine dringend gewordene Krisentherapie." Rütschi, K., (1989), S. 54. Für O. HAHN läßt sich „ein kritischer Zustand im Leben einer Unternehmung genauso wie eine Krankheit überstehen", wenn eine Therapie rechtzeitig einsetzt. Hahn, O., (1990), S. 601. Vgl. dazu auch Baur, W., (1979), S. 15; Böckenförde, B., (1991), S. 7; Sieben, G., Russ, W., (1989), Sp. 1765; Uhlenbruck, W., (1981), S. 191; Pausenberger, E., (1970), S. 553; Marschdorf, H.-J., (1984), S. 45; Schmalenbach, E., (1928), S. 180.

163 Vgl. z.B. Stowasser, (1923), S. 681.

164 Vgl. Feldbauer-Durstmüller, B., (1993), S. 56; Becker, R., (1986), S. 62; Wegmann, J., (1987), S. 12; Matschke, J., (1984), S. 552; Buchmüller, P., (1991), S. 8.

165 So umfaßt für GUTENBERG eine Unternehmungssanierung „alle Maßnahmen zur Beseitigung von Schäden, die im Gefüge eines Unternehmens entstanden sind und seine Existenz in Frage stellen" Gutenberg, E., (1938), Sp. 1774. Vgl. auch Leist, E., (1905), S. 6; Schaaf, W. A., (1990), S. 435; Sieben, G., Russ, W., (1989), Sp. 1765; Kayser, G., (1983), S. 7; Marschdorf, H.-J., (1984), S. 45 f. Im Ergebnis auch Matschke, J., (1984), S. 55; Hess, H., Fechner, D., (1991), S. 6; Staehle, W. H., (1993), Sp. 2462.

166 Vgl. Krystek, U., (1987), S. 213; Söhnchen, R., (1992), S. 5.

167 Vgl. Pausenberger, E., (1970), S. 554; Wobmann, W., (1955), S. 35.

fältige Einflußmöglichkeiten besitzen. Darüber hinaus nehmen jedoch oftmals auch andere Interessengruppen Einfluß auf eine Unternehmungssanierung (z.B. Marktpartner, Staat) und beeinflussen maßgeblich mit, ob eine Unternehmungssanierung erfolgen kann. Diese Gruppen sollen umfassend als **Träger** der Unternehmungssanierung bezeichnet werden. Dabei haben verschiedene Gruppen primär durch rechtliche Kodifizierung und aufgrund einer für Unternehmungskrisen typischen Verfügungsrechtsverlagerung unterschiedliche Einflußmöglichkeiten auf den Sanierungsprozeß.

Besondere Bedeutung kommt in jedem Fall den Einflußmöglichkeiten und Interessen der Kapitalgeber und besonders der Eigenkapitalgeber zu, da diese auch dann einen Vermögensverlust erleiden können, falls alle anderen Gruppen von einer Unternehmungssanierung profitieren. Aus der **Sicht der Kapitalgeber** sind Unternehmungssanierungen **Investitionsprojekte**, die eine risikoäquivalente Verzinsung des investierten Kapitals gewährleisten müssen, wofür die Ertragskraft der Unternehmung wiederherzustellen ist. Unternehmungssanierungen sind demnach mit KRYSTEK als „komplexe, zukunftsorientierte Aktionsfolge zur (Wieder-)Herstellung der nachhaltigen Ertragskraft krisenbefallener Unternehmungen“[168] zu verstehen. Die Ertragskraft einer Unternehmung drückt sich gleichwohl in ihrem Unternehmungs(kapital)wert aus und ist auch die maßgebliche Größe, die den Marktwert der Unternehmung beeinflußt.[169] Deshalb beinhalten Unternehmungssanierungen letztlich die Aufgabe, substantielle **Unternehmungswertvernichtung** zu **beenden** sowie neue **Unternehmungswerte** zu **schaffen**.

Interpretiert man die **Erhaltung und erfolgreiche Weiterentwicklung** der Unternehmung als ihr Oberziel, so bezieht sich eine Sanierung zunächst auf den ersten Teil, d.h. auf die Unternehmungs**erhaltung**. Eine spätere **erfolgreiche Weiterentwicklung** darf dabei jedoch nicht aus den Augen verloren werden. Hierfür muß eine Sanierung vorbereitend und einleitend wirken, auch wenn **in der Praxis** regelmäßig das Problem besteht, daß für die kurzfristige Erhaltung der Unternehmung Ressourcen desinvestiert werden müssen, die für ihre langfristige erfolgreiche Weiterentwicklung von großer Bedeutung wären. Eine Unternehmungssanierung

---

168 Krystek, U., (1991), S. 331; vgl. ähnlich Witte, E., (1981), S. 11; Becker, R., (1986), S. 63; Müller R., (1986), S. 50. Der Sanierungsbegriff kann in KRYSTEKS umfassende Systematik des betriebswirtschaftlichen Krisenmanagements als Form des „reaktiven Krisenmanagements“ eingeordnet werden und bezieht sich damit nur auf bereits eingetretene Unternehmungskrisen. Werden diese als beherrschbar eingestuft, so kann nach KRYSTEK zudem von einem „repulsiven Krisenmanagement“ gesprochen werden. Vgl. Krystek, U., (1979), S. 66 ff. und Krystek, U., (1987), S. 107 sowie 219.

169 Vgl. z.B. Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., (1994), S. 22 f.

sollte folglich in aller Regel eine strategische Neuorientierung der Unternehmung einschließen und damit, neben einer kurzfristig orientierten Ausschöpfung noch vorhandener Erfolgspotentiale, einleitend für den Aufbau neuer Erfolgspotentiale wirken.[170] Die ausschließliche Realisierung von Kostensenkungspotentialen kann dagegen selten für eine langfristige Existenzsicherung sorgen, da hiermit vielfach bloße Symptombekämpfung mit Kurzfristwirkung betrieben wird.[171] Vielmehr liegt die Vermutung nahe, daß dies zu der Erscheinung führt, daß Unternehmungen als „Dauer-Krisenfälle" über Jahre oder Jahrzehnte immer wieder von neuem Sanierungsversuche unternehmen, ohne einen durchschlagenden Erfolg zu erzielen. Deshalb versteht die vorliegende Arbeit eine **Unternehmungssanierung** als:

komplexen **Prozeß** zur **Existenzsicherung** einer **akut krisenhaften Unternehmung** durch die **(Wieder-)Herstellung ihrer Ertragskraft** und die Vorbereitung und **Einleitung einer zukünftig erfolgreichen Weiterentwicklung**.

Dieser funktionale Sanierungsbegriff (**Sanierung als Prozeß**) umfaßt **Planungs-**, **Steuerungs-**, **Umsetzungs-** sowie **Kontrolltätigkeiten**, die hinsichtlich ihrer **Gegenstände** weiter konkretisiert werden können. Gegenstand von Sanierungsprozessen sollten Krisenursachen und nicht nur Symptome sein. Diesem Grundsatz wird in einem Teil des (zumeist älteren) Schrifttums jedoch nicht entsprochen, da hier unter dem Begriff Sanierung **rein finanzwirtschaftliche** und/oder rechtliche Maßnahmen verstanden werden.[172] Diese Definition greift schon deshalb zu kurz, weil sich akute Unternehmungskrisen zwar finanzwirtschaftlich ausdrücken, ihre Ursachen aber oftmals im leistungswirtschaftlichen Bereich liegen. So führen finanzwirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen vielfach nicht zu einer unmittelbaren Beseitigung der Krisenursachen, während sich leistungswirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen direkt auf die „Lebensfähigkeit

170 Vgl. Zuberbühler, M., (1988), S. 33. Das Ziel einer Sanierung liegt damit nicht nur in der Beseitigung von Verlusten, sondern auch in einer langfristigen Neuausrichtung der Unternehmung. Vgl. z.B. Schimke, E., (1985), S. 29. WAGENHOFER betont, daß die Unternehmung durch eine Sanierung *dauerhaft* lebensfähig gemacht werden soll. Vgl. Wagenhofer, A., (1993), Sp. 4380. Vgl. auch Krummenacher, A., (1981), S. 97.

171 Vgl. z.B. Schimke, E., (1985), S. 29; Pümpin, C., Prange, J., (1991), S. 188.

172 Vgl. zum Begriff der finanziellen Sanierung Pausenberger, E., (1970), S. 564. Vgl. zur älteren Literatur z.B. Leist, E., (1905), S. 6; Emmerich, H., (1930), S. 4; Nicklisch, H., (1932), S. 402 f.; Eisfeld, C., (1928), Sp. 1038 ff. Vgl. zur neueren Literatur z.B. Frehner, W., Schlattner, A., (1990), S. 229; Leker, J., (1993), S. 22.

der Unternehmung“ beziehen.[173] Auch die Zweckmäßigkeit einer von anderen Autoren eingeführten scharfen Trennung von finanz- und leistungswirtschaftlicher Sanierung[174] erscheint nicht gegeben, da finanz- und leistungswirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen eng verzahnt geplant und umgesetzt werden müssen.[175] Unternehmungssanierungen können zudem nach ihrer **rechtlichen Dimension** unterschieden werden: Eine Erhaltung der Unternehmung als rechtlich selbständige Wirtschaftseinheit kann außerhalb oder im Rahmen eines insolvenzrechtlichen Verfahrens erfolgen. Die Möglichkeit zur Unternehmungssanierung im Rahmen des Insolvenzverfahrens wird durch das ab 1999 gültige neue Insolvenzrecht eine größere Bedeutung erhalten.

Neben dem Begriff der Unternehmungssanierung finden in Literatur und Unternehmungspraxis vermehrt andere Begriffe Verwendung, sofern die Überwindung einer akuten Unternehmungskrise beschrieben werden soll. Dies sind in erster Linie die Begriffe „**Turnaround**“[176] und „**Restrukturierung**.“[177] Angesichts einer zu beobachtenden begrifflichen Verwirrung, erscheint es sinnvoll zu prüfen, inwieweit die Nutzung dieser Begriffe als hilfreich anzusehen ist. Speziell „Turnaround Management ist in den letzten 10 Jahren zu einem Modewort im unternehmerischen Vokabularium geworden.“[178] Dennoch tut sich die deutschsprachige Betriebswirtschaftslehre mit einer Definition des aus der angloamerikanischen Literatur stammenden Begriffs schwer.[179] Einerseits wird damit die Bewältigung einer akuten Unternehmungskrise zur Existenzsicherung der Unternehmung verstanden. Andererseits soll der Begriff teilweise

173 Vgl. Marschdorf, H.-J., (1984), S. 45.

174 Vgl. Wegmann, J., (1987), S. 12 f. Dabei wird teilweise die Unterscheidung zwischen (finanzwirtschaftlicher) Sanierung i.e.S. und (leistungswirtschaftlicher) Sanierung i.w.S. eingeführt. Vgl. z.B. Becker, R., (1986), S. 62 f.

175 Vgl. Wegmann, J., (1987), S. 131; Baur, W., (1979), S. 15; Schaaf, W. A., (1990), S. 449; Gless, S.-E., (1996), S. 44.

176 Vgl. z.B. Zuberbühler, M., (1988), S. 32 ff.; Reutner, F., (1991), S. 13 ff.; Kirchgässer, W., (1992), S. 103 ff.; Wienhold, K., Baumgärtner, J., (1995), S. 30 ff.; Meyer-Piening, A., (1993), S. 28; Pümpin, C., Prange, J., (1991), S. 185 ff.

177 Vgl. z.B. Klein, W., Paarsch, A., (1994), S. 178 ff.; Räss, H. E., (1993), S. 23 ff.; Kröger, F., (1990), S. 406 ff.; Zuberbühler, M., (1988), S. 34 f. Ein weiterer Begriff, der - allerdings seltener - in diesem Zusammenhang zu finden ist, ist der Begriff der „Reorganisation.“ Vgl. Lohmann, M., (1949), S. 154; Wagenhofer, A., (1993), Sp. 4380; Dreßler, S., (1995), S. 218 ff. und die Darstellung bei Krystek, U., (1985), S. 584.

178 Schweizer, R. W., (1990), S. 287.

179 Vgl. Clasen, J. P., (1992), S. 134. In vielen Publikationen wird eine Definition vermieden und Unterschiede zum traditionellen Sanierungsbegriff kaum herausgearbeitet. Werden Abgrenzungsversuche unternommen, so können diese eine gewisse Willkürlichkeit nicht verbergen. Vgl. dazu z.B. die Definitionsversuche bei Clasen, J. P., (1992), S. 135 ff.; Rauh, M., (1990), S. 384; Böckenförde, B., (1991), S. 8.

umfassender verstanden werden, da zusätzlich die strategische Neuorientierung einer akut krisenhaften Unternehmung gemeint wird.[180] Hier stellt sich jedoch die Frage nach der Abgrenzung zum Sanierungsbegriff, denn keine Sanierung sollte, wie oben ausgeführt, ohne das Überdenken strategischer Erfolgspositionen erfolgen. Ob der Turnaround-Begriff in der deutschsprachigen Betriebswirtschaftslehre benötigt wird, erscheint demzufolge zumindest als fraglich.[181] Da jedoch auch in der Betriebswirtschaftslehre eine Tendenz zur Nutzung von Anglizismen zu beobachten ist, wird abzuwarten sein, ob dieser Begriff eine weiter steigende Verbreitung erfahren wird.

Auch unter dem Begriff „**Restrukturierung**" werden äußerst unterschiedliche betriebswirtschaftliche Sachverhalte subsumiert. Grundsätzlich lassen sich in der deutschen Literatur zwei verschiedene Standpunkte differenzieren, die sich in ihrem Aussagegehalt dahingehend unterscheiden, ob die Restrukturierung dem Krisenmanagement zugerechnet wird oder nicht. Ein **Beispiel für die erste Gruppe** von Autoren liefert CLASEN, der die Restrukturierung als Option des Krisenmanagements sieht, die sich auf **nicht erkannte** bzw. (nur) **intern erkannte** Unternehmungskrisen beschränkt.[182] **Die zweite Gruppe** der Autoren verwendet den Restrukturierungsbegriff allgemeiner im Zusammenhang mit der wertorientierten Unternehmungsführung. So kann nach HERTER eine Restrukturierung als „ein Prozeß der strategischen Neuausrichtung der Gesamtunternehmung verstanden werden, der mit einer grundlegenden Veränderung der Eigentümerverhältnisse, der Finanzstruktur, der Organisationsstruktur oder der Geschäftstätigkeit der Unternehmung verbunden ist."[183] Ein direkter Bezug auf eine (akute) Unternehmungskrise ist damit **nicht unbedingt** gegeben.[184] Die US-amerikanische Literatur tut sich da leichter, indem sie als Unterfall des Begriffs „*restructuring*" den Begriff „*distressed restructuring*" einführt. „*Restructuring*" wird sehr umfassend definiert, wobei das Ziel darin besteht, Unternehmungswert zu schaffen bzw. zu erhalten: „*Corporate restructuring is a process by which a firm renegotiates the contracts, claims, commitments, obligations, and promises - both written and unwritten - that it has entered into with its various*

---

180 Vgl. Coenenberg, A. G., Fischer, T. M., (1993), S. 2.

181 Die Begriffe „Sanierung" und „Turnaround" werden oftmals synonym oder analog zum hier verwendeten Sanierungsbegriff gebraucht. Vgl. Töpfer, A., (1990), S. 323 ff. insbesondere S. 327; Bühner, R., (1993), S. 14 ff. und Pümpin, C., Prange, J., (1991), S. 185.

182 Vgl. Clasen, J. P., (1992), S. 133.

183 Herter, R. N., (1994), S. 14. Vgl. auch die Begriffsabgrenzungen bei Frehner, W., Schlatter, A., (1990), S. 229 und Hoskisson, R., Turk, T., (1990), S. 459.

184 Vgl. z.B. Söhnchen, R., (1992), S. 6.; Herter, R. N., (1994), S. 19. Anders dagegen: Clasen, J. P., (1992), S. 144 f.

constituencies, in order to create and/or preserve significant value.“[185] Dieses Ziel trifft auch für den Unterfall einer „*distressed restructuring*“ zu, bei der es primär darum geht, to „*avoid a formal bankruptcy declaration and filing.*“[186] Dennoch wird eine „*distressed restructuring*“ scharf von anderen Restrukturierungsanlässen abgegrenzt. Nicht unerheblich zu der in der deutschen Literatur und Praxis erkennbaren Begriffsverwirrung hat offenbar beigetragen, daß die Begriffe Restrukturierung und Turnaround oftmals bewußt verwendet werden, um den **negativ besetzten Begriff** der Sanierung zu vermeiden.[187]

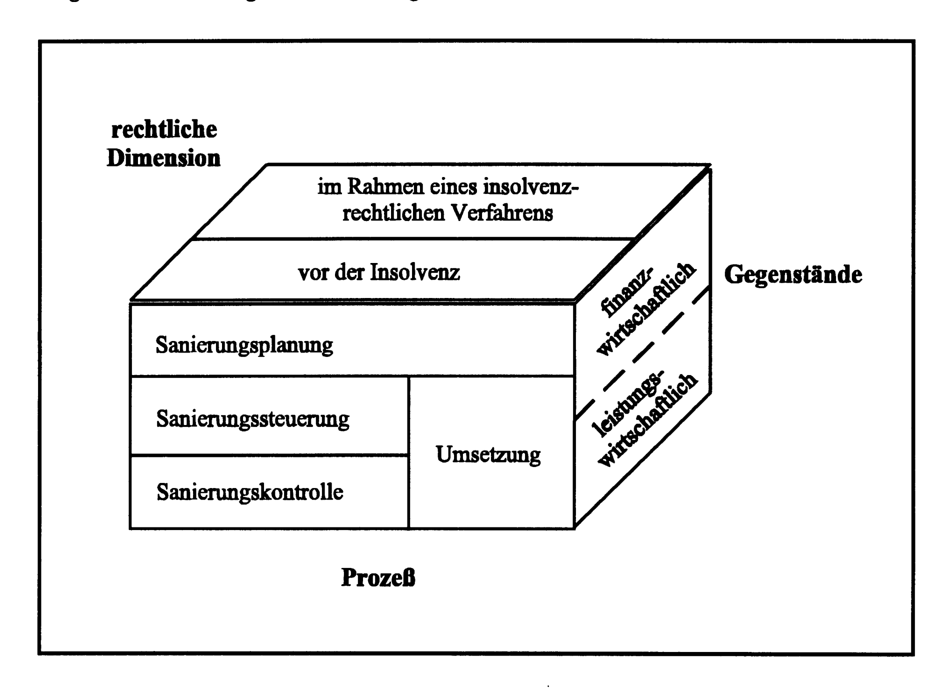


Abbildung 2.8: Rechtliche Dimension, Prozeß und Gegenstände einer Unternehmungssanierung

185 Gilson, S. C., (1997), S. 1. Oftmals wird zudem unterschieden zwischen „financial“ und/ oder „economic“ distress.

186 Altman, E. I., (1993), S. 5.

187 Vgl. z.B. o.V., (1990a), S. 204; Klein, W., Paarsch, A., (1994), S. 178; Kröger, F., (1990), S. 405 ff. So ist für KRYSTEK der Begriff „Sanierung“ bereits zu einem Reizwort geworden. Vgl. Krystek, U., (1991), S. 331. Für NEUKIRCHEN hat Sanieren in Deutschland einen negativen Beigeschmack Vgl. Neukirchen, K., Maucher, H., (1996), S. 122 und WIDMER will nicht „Sanierer“ genannt werden, da man darunter einen Menschen assoziiere, der morgens um fünf joggen geht, „um danach fit zu sein für das Leute-Rausschmeißen.“ Widmer, H., (1993), S. 17. Vgl. auch Schmiedel, E., (1984), S. 392 und o.V., (1991), S. K2; Böckenförde, B., (1995), Sp. 1859.

2.3.2 Systemtheoretische Kennzeichnung der Unternehmungssanierung

Unternehmungen sind bereits als offene und dynamische Systeme beschrieben worden, deren Elemente und Beziehungen ständigen Veränderungen unterworfen sind. Betrachtet man die Unternehmungssanierung aus systemtheoretisch-kybernetischer Perspektive, so interessiert die Abbildung von **Systemzuständen, -verhaltensweisen, Anpassungs-** und speziell **Regulationsvorgängen** unter dynamisch-funktionalen Aspekten mit dem Ziel, eine existenzgefährdende Systemkrise zu bewältigen. Wenn man sich vergegenwärtigt, daß die Aufgabe der Regelung darin besteht, Störungen entgegenzuwirken, die ein System beeinflussen,[188] so kann die **Unternehmungssanierung als spezieller Regelungsprozeß** aufgefaßt werden. Das **Ziel dieses Regelungsprozesses** besteht darin, durch zielorientiertes Entgegenwirken auf systemgefährdende Störeinflüsse für eine **Systemstabilisierung** und damit **Systemerhaltung** zu sorgen.

Auf **Störungen** können Systeme durch verschiedene **Klassen** von Regelungsprozessen reagieren. Eine Ausregelung kann einerseits dadurch erfolgen, daß die quantitativen Bestimmungsgrößen der Beziehungen zwischen Systemelementen bzw. zwischen System und Umwelt beeinflußt werden. Man spricht von **sekundärer Regulation**, die dadurch gekennzeichnet ist, daß das System, bestehend aus Regler und Regelstrecke, eine konstante Struktur aufweist. Nehmen die Störgrößen jedoch Werte an, die durch das System in seinem bestehenden Gefüge nicht mehr ausgeregelt werden können, so muß eine Änderung der Systemstruktur vorgenommen werden. Dies wird auch als **primäre Regulation** bezeichnet.[189]

Eine **Unternehmungssanierung** kann in diesem Kontext aggregiert als komplexer und **primärer Regelungsprozeß** angesehen werden, der dadurch ausgelöst wird, daß fundamentale Regelgrößen des Systems - aufgrund interner oder externer Schocks - soweit nicht mehr mit den entsprechenden Sollgrößen (Unternehmungszielen) übereinstimmen, daß das System als Ganzes in seiner Existenz bedroht ist.[190] Der Gesamtregelungsprozeß besteht aus primären Regelungsprozessen, die grundlegende Veränderungen einzelner Systemelemente und deren Beziehungen vornehmen und - im Sinne einer sekundären Regulation - aus einer Vielzahl von Maßnahmen, um auf die im Zustand fundamentalen Ungleichgewichts befindliche Regelstrecke

---

188 Vgl. Fuchs, H., (1974), S. 83.

189 Vgl. zu dieser Unterscheidung z.B. Fuchs, H., (1973), S. 168 f.; Grochla, E., (1978), S. 209; Berg, C. C., Treffert, J. C., (1979), S. 461.

190 Vgl. Krummenacher, A., (1981), S. 50.

Unternehmung oder auf spezielle Subsysteme einzuwirken. Als **Regler** treten dabei die oben genannten **Träger einer Unternehmungssanierung** auf.[191]

Für eine Regelung werden Ziele als **Sollvorgaben** benötigt, um einen Soll/Ist-Vergleich durchführen zu können. Zudem benötigt der Regelkreis ein flexibles und äußerst reaktionsschnelles **Informationssystem** als Istwertfühler.[192] Je früher regelnd auf Abweichungen von Soll- und Regelgröße eingegangen werden kann, desto unwahrscheinlicher ist die Entwicklung systemgefährdender Prozesse und um so geringer ist die notwendige Stellgrößenanpassung, um die Systemstabilität aufrecht erhalten zu können.[193] Ein Informationssystem als Istwertfühler sollte zudem nicht lediglich **Rückkoppelungsinformationen** durch Plan/Ist Vergleiche bereitstellen, sondern möglichst **Vorkoppelungsinformationen** durch einen Vergleich zwischen Soll und voraussichtlichem Ist zum Planperiodenende generieren.[194] Prinzipiell ist die Reaktion der Regelstrecke Krisenunternehmung auf das Einwirken starker Stellgrößenänderungen hochgradig risikobehaftet und u.a. abhängig vom „Wollen", „Wissen" und „Können" der Realisationsträger oder vom Einfluß nicht berücksichtigter interner und externer Störungen. Ferner besteht in Regelkreisen bei (zu) starken Stellgrößenänderungen die Gefahr des „Aufschaukelns" im Sinne einer immer größer werdenden Soll-Ist Amplitude.[195] Andererseits können (zu) schwache Stellgrößenänderungen zu einer Existenzvernichtung der Unternehmung führen. Deshalb wird eine Sanierung, verstanden als Regelungsprozeß, erheblich erschwert und eine Anpassung der Sanierungsmaßnahmen an hervorgerufene Regelgrößenänderungen unmöglich gemacht, falls es - wie in vielen Fällen - an einem leistungsfähigen Informationssystem fehlt.[196] Um einen zielorientierten Regelungsprozeß zu ermöglichen, muß zudem eine kausale Zuordnung von (Teilen der) Regelabweichung zu spezifischen Störgrößen ermöglicht werden.

---

191 Vgl. Kapitel 2.3.1 dieser Arbeit.

192 Vgl. Krummenacher, A., (1981), S. 54 f. und Abbildung 2.2 dieser Arbeit.

193 In diesem Zusammenhang werden in der betriebswirtschaftlichen Theorie und Praxis Frühwarnsysteme gesehen, die als „hochsensible Istwertfühler" in der Lage sind, bereits sehr schwache Umfeld- und Unternehmungssignale aufzunehmen und an den Regler weiterzuleiten. Vgl. zur umfangreichen Literatur beispielhaft Hahn, D., Krystek, U., (1984), S. 3 ff.; Hahn, D., (1996), S. 244 ff.; Krystek, U., Müller-Stewens, G., (1992), S. 346 ff. Vgl. allgemein auch Luhmann, N., (1968), S. 224 f.

194 Vgl. Hahn, D., Klausmann, W., (1983), S. 252.

195 Vgl. z.B. Schmiemenz, B., (1993), Sp. 4133.

196 Ein Informationssystem stellt zudem zu Führungszwecken eine Verbindung zwischen organisatorischen Einheiten her und überträgt dafür Soll- und Ist-Informationen. Vgl. dazu Hahn, D., (1996), S. 50.

Trotz der abgeleiteten Aussagen muß der Erklärungsgehalt einer systemtheoretisch-kybernetischen Interpretation der Unternehmungssanierung als relativ gering bezeichnet werden. Dies liegt daran, daß nur eine sehr **mechanistische Interpretation** möglich ist und Ziele sowie Anreizstrukturen einzelner Individuen nicht abgebildet werden können.

2.3.3 Koalitionstheoretische Kennzeichnung der Unternehmungssanierung

Unternehmungen sind Koalitionen, von denen sich die beteiligten Individuen eine Erfüllung spezifischer Ziele erwarten.[197] Finden sich allerdings nicht genügend **Individuen**, die über die **benötigten Ressourcen** verfügen und für die eine Beteiligung an dieser Koalition mit einer verbesserten Individualzielerfüllung verbunden ist, so muß die Unternehmung liquidiert werden.

Demzufolge ist auch die Unternehmungserhaltung niemals als Ziel „an sich" anzusehen, sondern steht immer in einer **Mittel-Zweck-Beziehung**.[198] Aus koalitionstheoretischer Perspektive kann die Unternehmungssanierung als Mittel angesehen werden, die **Unternehmung als Instrument** ihrer Interessengruppen wieder in die Lage zu versetzen, ihre legitimen Ansprüche erfüllen zu können.[199] Die verschiedenen Interessengruppen verfolgen jedoch in aller Regel durchweg unterschiedliche Vorteile bzw. Ziele mit ihrer Beteiligung an dieser Koalition, was dazu führt, daß die **Sanierungswürdigkeit** einer Unternehmung, z.B. aus Sicht der Eigentümer, Banken, Mitarbeiter, Lieferanten oder sonstiger Beteiligter, oftmals durchaus unterschiedlich beurteilt wird.[200] Zudem besteht das Problem, daß auch bei einer grundsätzlichen Übereinstimmung in bezug auf das Ziel der Unternehmungserhaltung, die von verschiedenen Gruppen verfolgten Ziele zumindest konfliktär und oft scheinbar unvereinbar sind.[201]

Auf der anderen Seite kann festgestellt werden, daß in Notsituationen i.d.R. die Koalitions- und **Aktzeptanzbereitschaft** der involvierten Individuen und Gruppen steigt, da die Durchsetzung von Individualzielen allein durch ein gemeinsames Handeln möglich erscheint.[202] Dies

---

197 Vgl. zur koalitionstheoretischen Kennzeichnung der Unternehmung Kapitel 2.1.2 dieser Arbeit sowie die dort angegebene Literatur.

198 Vgl. Wenger, E., (1981), S. 12 ff.

199 Vgl. zur Instrumentalfunktion der Unternehmung Schmidt, R.-B., (1977), S. 48 ff.

200 Vgl. Schmiedel, E., (1984), S. 390.

201 Vgl. Kienbaum, J., Jochmann, W., (1985), S. 101.

202 Vgl. Schmidt, R.-B., (1977), S. 104.

läßt in Verbindung mit einem aus der Sicht der Koalitionsteilnehmer gestiegenen Leidensdruck oftmals erst die Bereitschaft entstehen, auch **Maßnahmen** zu **ergreifen, die bisher vermieden wurden**.[203]

Grundsätzlich sollten aus koalitionstheoretischer Sicht alle Interessenten durch eine Erhaltung der Unternehmung **bessergestellt** werden als durch ihre Liquidation. Die Operationalisierung dieses Ziels ist jedoch schwierig, da Interessendivergenzen auch innerhalb verschiedener Interessengruppen zu berücksichtigen sind. Zudem bestehen bedeutende Asymmetrien, **wann** einzelne Interessengruppen von einer Unternehmungssanierung profitieren können: Beispielsweise müssen die Eigentümer meist **neue finanzielle Mittel** („*fresh money*") bereitstellen. Da sie jedoch lediglich Residualeinkommensansprüche an die Unternehmung haben,[204] können sie durch eine Sanierung Verluste erleiden, auch wenn alle anderen Anspruchsgruppen von ihr profitieren. Auf der anderen Seite besteht für sie die Möglichkeit, bisher investiertes Kapital zu erhalten. Aus Sicht der Eigen- sowie Fremdkapitalgeber sind **Unternehmungssanierungen** demnach **als Investitionsprojekte** aufzufassen. Da Eigenkapitalgeber das Recht besitzen, die Koalition für beendet zu erklären und die Liquidation der Unternehmung herbeizuführen, wird auch deutlich, daß die Ziele aller interessierten Gruppen nur dann zu verwirklichen sind, wenn die Ertragskraft der Unternehmung wiederhergestellt werden kann.

In diesem Zusammenhang impliziert eine koalitionstheoretische Interpretation der Unternehmungssanierung jedoch auch die Zumutbarkeit für alle Interessengruppen, **Anspruchsverminderungen** hinzunehmen.[205] Dies gilt jedoch nicht für die Wiederherstellung der Ertragskraft der Unternehmung. Sie stellt als unterstes Anspruchsniveau der Unternehmungseigentümer die maßgebliche Bedingung für eine Unternehmungssanierung dar. Für alle Anspruchsgruppen gilt, daß nur dann Werte zugewiesen werden können, wenn durch die Unternehmung erneut Werte generiert werden. Die Unternehmung wird zu einer Art **Risikogemeinschaft**, indem von allen Interessengruppen verlangt wird, sich an den Sanierungsrisiken zu beteiligen. Während die Kapitalgeber das Kapitalverlustrisiko tragen, kann von den Mitarbeitern, insbesondere den Führungskräften, verlangt werden, beispielsweise durch eine partielle Vergütung in Form einer Beteiligung, an den Sanierungsrisiken zu partizipieren. Ist eine Wiederherstellung der Ertragskraft der Unternehmung nicht möglich, so muß den Kapitalgebern auf der an-

203 Vgl. Witte, E., (1981), S. 19.

204 Vgl. Ridder-Aab, C.-M., (1980), S. 56.

205 Vgl. Witte, E., (1981), S. 13.

deren Seite zugestanden werden, auf eine Beendigung der Koalition zu drängen und eine Kapitalrückzahlung zu fordern.[206] Damit werden auch die **beiden grundsätzlichen Aufgabenbereiche einer Unternehmungssanierung** deutlich: Neben den auf die **Operationen** der Unternehmung bezogenen Sanierungsmaßnahmen erfolgt im Rahmen einer Unternehmungssanierung fast immer auch **die Neuverhandlung und Neuverteilung der Ansprüche an das Vermögen und die Cash-flows der Unternehmung**. Dieser Aspekt soll im weiteren Verlauf dieser Arbeit näher beschieben werden.

2.3.4 Vertragstheoretische Kennzeichnung der Unternehmungssanierung

Im Mittelpunkt der vertragstheoretischen Theorie in der Betriebswirtschaftslehre steht die Überlegung, daß Unternehmungen infolge einer vertraglichen Kooperation verschiedener Interessengruppen entstehen. Eine Unternehmung wird als Netzwerk intern und extern wirkender Verträge bzw. Kontrakte verstanden, mit denen die Rechte und Pflichten der Interessengruppen in bezug auf die Unternehmung kodifiziert werden.

Unternehmungssanierungen sind aus vertragstheoretischer Perspektive Prozesse, die eine Neuverhandlung der von der Unternehmung eingegangenen Kontrakte, Verpflichtungen sowie Schulden vornehmen.[207] Basis für diese Neuverhandlung ist ein Sanierungsplan, der als Verhandlungsgrundlage dient und die Festschreibung des Ergebnisses des „*recontracting*" vornimmt. Dies betrifft zunächst eine Neuverhandlung finanzieller Ansprüche: „*A plan of reorganization - whether negotiated in or out of court - is essentially a proposal to exchange the firm's existing financial claims for a new basket of claims.*"[208] Daneben erfolgt typischerweise auch eine Neuverhandlung anderer Verpflichtungen, Kontrakte sowie der Verfügungsrechtsstrukturen der Unternehmung.

206 Vgl. Hahn, D., (1981), S. 1085.

207 Vgl. z.B. Gilson, S. C., Cott, J., (1996), S. 7.

208 Gilson, S. C., (1995), S. 10.

(1) Kennzeichnung im Kontext der Property-Rights-Theorie

Aus der Perspektive der Property-Rights-Theorie liegt zunächst die Analyse einer möglichen Umverteilung der Verfügungsrechte im Rahmen einer Unternehmungssanierung nahe. Anreize für eine Umverteilung der Verfügungsrechte bestehen allgemein dann, falls die (Kapital)Ressourcen einer Unternehmung nicht bestmöglich eingesetzt werden und so ihr Wert unter dem potentiell realisierbaren liegt.[209] Die Möglichkeit einer Umverteilung der Verfügungsrechte hängt jedoch in entscheidender Weise auch von den zu erwartenden **Übernahme- bzw. Transaktionskosten** ab.[210]

Die Höhe der Transaktionskosten in Form von Informations-, Verhandlungs- und Vertragskosten werden aus der Sicht potentieller externer Investoren besonders durch bestehende **Informationsasymmetrien** bzw. den Kosten ihrer (Nicht-)Beseitigung bestimmt. Grundsätzlich verfügen die bisherigen Eigentümer und die Unternehmungsführung über weitaus bessere Einblicksmöglichkeiten. Sie sind in der Lage, z.B. langfristige Investitionsprojekte, F&E-Aktivitäten und letztendlich den Unternehmungswert sowie mögliche Wertsteigerungspotentiale zu beurteilen. Solche Informationen kann sich ein externer Investor gewöhnlich nur schwer beschaffen. Bei der Veräußerung akut krisenhafter Unternehmungen ist dieses Problem besonders bedeutsam, da externe Investoren stets kritisch nach dem **Verkaufsgrund** fragen werden und dabei von einem **opportunistischen Informationsverhalten** des Verkäufers ausgehen müssen. Verkaufsverhandlungen sind in diesem Sinne von der Befürchtung des Investors geprägt, nach einer Übernahme auf Tatsachen zu stoßen („Leichen im Keller"), die den Unternehmungswert nachdrücklich mindern oder aufgrund ihm nur selektiv zugänglich gemachter Informationen nicht ausreichend über die wirtschaftliche Situation der Unternehmung informiert zu sein. Die Verhandlungskosten sind aufgrund des in der Regel bestehenden Zeitdrucks und durch einen typischerweise umfangreichen (externen) Beratungsbedarf erhöht. Darüber hinaus sind hohe Vertragskosten durch verbleibende Unsicherheiten und mögliche Haftungsrisiken zu berücksichtigen. Es ist wahrscheinlich, daß die zu berücksichtigenden Transaktionskosten bei der Umverteilung der Verfügungsrechte von Unternehmungen in akuten Krisen vielfach eine prohibitiv wirkende Höhe erreichen, indem die Transaktionskosten die Wertsteigerungsmöglichkeiten nach einer Unternehmungsübernahme übersteigen.

---

209 Vgl. z.B. Picot, A., Michaelis, E., (1984), S. 263; Ridder-Aab, C.-M., (1980), S. 104 ff.; Flassak, H., (1995), S. 159.

210 Vgl. Flassak, H., (1995), S. 174 f. und Kapitel 4.2.1.2 dieser Arbeit.

Zur Lösung des Problems ungleich verteilter Informationspositionen bei einem Unternehmungskauf wird u.a. vorgeschlagen, den (bisherigen) Führungskräften eine Eigenkapitalbeteiligung zu gleichen Konditionen anzubieten. Falls darauf eingegangen wird, soll dies als positives **Signal** für die Erfolgschancen der Unternehmung gewertet werden.[211] Diese Lösung ist in akuten Unternehmungskrisen jedoch kaum geeignet, da die Weiterbeschäftigung bisheriger Führungskräfte oftmals kontraproduktiv wirkt.

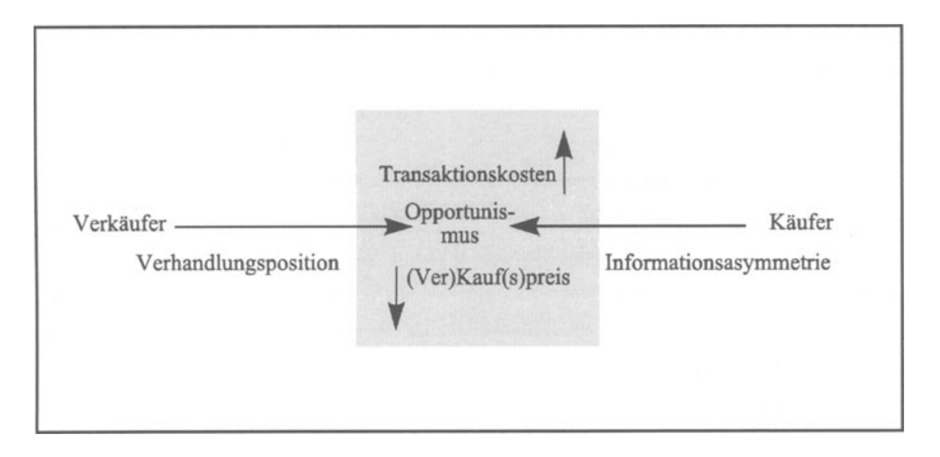


Abbildung 2.9: Situation bei der Veräußerung einer akut krisenhaften Unternehmung

Diese Darstellung macht plausibel, warum **in der Praxis** eine **Unternehmungsveräußerung** in Krisensituationen **möglichst vermieden** wird.[212] Die Anreize zu einer Sanierung **vor** einer Veräußerung sind damit hoch.[213] Auf der anderen Seite ist eine Sanierung aus eigener Kraft oftmals nicht (mehr) möglich, und es besteht nur die Wahl zwischen einer Veräußerung und anderer liquidativer Alternativen, d.h. speziell einer Unternehmungszerschlagung oder der Einleitung eines insolvenzrechtlichen Verfahrens.

---

211 Vgl. Stahl, M., (1995), S. 127. Vgl. zum Begriff des „Signals" Schoppe, S. G. et al., (1995), S. 227 f.

212 Vgl. z.B. Institut für Wirtschaftsberatung, (o.J.), S. 7.

213 Vgl. z.B. Epp, W., (1993), S. 28.

(2) Kennzeichnung im Kontext der Transaktionskosten-Theorie

Von der Transaktionskosten-Theorie werden der Wettbewerb und die **Auslese verschiedener institutioneller Arrangements** beschrieben. Als Effizienzkriterium dient dafür der **möglichst sparsame Einsatz knapper Ressourcen**. Es sind also nicht nur Produktions-, sondern auch anfallende Transaktionskosten zu berücksichtigen.[214] Sowohl durch eine marktliche Koordination als auch im Falle der Ressourceneinbindung in einer Unternehmung werden Transaktions- bzw. Koordinationskosten verursacht, die im letzteren Fall auch **Organisationskosten** genannt werden. Sie stellen das Pendant zu den Transaktionskosten des Marktprozesses dar[215] und können sich z.B. aufgrund steigender Unternehmungsgröße oder ineffizienter Regelungsmechanismen („Bürokratisierung") erhöhen. Werden diese Organisationskosten nicht (mehr) durch den Zusatznutzen überkompensiert, der durch eine Ressourceneinbindung entsteht, so werden von der Unternehmung Werte vernichtet. Im Rahmen einer Unternehmungssanierung ist infolgedessen in der Regel nicht allein die Senkung von Produktionskosten anzustreben, sondern sie umfaßt auch eine Verminderung der von der Unternehmung zu tragenden Koordinationskosten.[216] Folgt man diesem Gedanken weiter, so kann eine Unternehmungssanierung als **institutionelle Reorganisation** gekennzeichnet werden, die dafür sorgen soll, daß die Vorteile einer institutionellen Ressourceneinbindung nicht mehr durch die Höhe der Organisationskosten überkompensiert werden.

Zu berücksichtigen sind in diesem Sinne sowohl die Kosten der internen Koordination als auch die Transaktionskosten marktlicher Austauschbeziehungen der Unternehmung. Bereits die vertragstheoretische Analyse der Unternehmungskrise hat jedoch gezeigt, daß Informationsprobleme und die **Unsicherheit** ihrer Marktpartner zu einer Erhöhung der **Transaktionskosten** führen. In diesem Kontext ist die **Informationspolitik** im Rahmen einer Unternehmungssanierung zu sehen, wobei die Unternehmungsführung einem **Spannungsfeld** zwischen einer möglichst großen Diskretion und der Einbindung von Gläubigern und Marktpartnern ausgesetzt ist: Auf der einen Seite setzt eine Sanierung in der Regel Diskretion voraus,[217] und „man (ist, A.d.V.) versucht, die Kreditwürdigkeit nicht durch ein allzu frühes Bekanntwerden der Sanierungsbedürftigkeit zusätzlich zu belasten. Die optimale Sanierung wird erst nach ihrer Durch-

214 Vgl. Ebers, M., Gotsch, W., (1993), S. 217; Krüsselberg, U., (1992), S. 34.

215 Vgl. Krüsselberg, U., (1992), S. 35.

216 Es muß jedoch angemerkt werden, daß Produktions- und Transaktionskosten in aller Regel keineswegs unabhängige Größen sind. Vgl. Schoppe, S. G. et al., (1995), S. 150.

217 Vgl. Heilmann, H., Smid, S., (1994), S. 21; Enzweiler, T., (1996), S. 22.

führung bekannt."[218] Dies ist jedoch andererseits **in vielen Fällen nicht durchführbar**, da die Unternehmung i.d.R. auf die Unterstützung von Banken und Marktpartnern angewiesen ist. Es besteht demzufolge vielfach keine andere Wahl, als die Interessengruppen frühzeitig und offensiv über Krisensymptome und den Fortgang des Sanierungsprozesses zu informieren.

Auch eine weitere transaktionskostentheoretische Sichtweise ist möglich, wenn man sich vergegenwärtigt, daß das Ziel einer Unternehmungssanierung darin besteht, für eine Existenzsicherung und damit **Bewahrung bestehender produktiver Kombinationen** vor der Zerschlagung innerhalb oder außerhalb eines gerichtlichen Insolvenzverfahrens zu sorgen. Der wichtigste Grund für ihre Etablierung ist aus Sicht der Transaktionskostentheorie jedoch die **Einbindung spezifischer Investitionen**.[219] Diese zeichnen sich nach WILLIAMSON dadurch aus, daß für sie keine alternativen Verwendungsmöglichkeiten existieren, bzw. daß ihr Wert in hohem Maß von ihrer individuellen Verwendung abhängt.[220] Der Spezifitätsgrad zeigt sich in der Wertdifferenz vor und nach einer Ressourceneinbindung. Diese institutionelle Einbindung wird durch eine Zerschlagung der Unternehmung aber gerade aufgehoben, wodurch spezifische Produktionsfaktoren einen **großen Teil ihres Wertes verlieren**.

Aus Sicht der Transaktionskostentheorie wird durch eine Unternehmungssanierung damit eine **institutionelle Einbindung spezifischer Ressourcen weiter ermöglicht** und ein andernfalls entstehender Wertverlust verhindert. Die räumliche Verbindung spezifischer Potentiale kann ggf. nur zu sehr hohen Kosten aufgelöst („*site specifity*") werden, wobei ein synergetischer Verbundeffekt der Produktionsfaktoren aufgehoben wird. Kann die institutionelle Einbindung dagegen erhalten werden, behalten die zur Produktion bestimmter Güter notwendigen spezifischen Werkzeuge und Ressourcen („*physical asset specifity*") sowie das spezifische Humanvermögen der Arbeitskräfte („*human asset specifity*") ihren vollen Wert.[221] Damit wird der Anreiz zur Sanierung tendenziell steigen, da bei einer Veräußerung hochspezifischer Vermögensgegenstände durch eine Unternehmungszerschlagung geringe Erlöse zu erwarten sind. Aber auch der Umkehrschluß kann gezogen werden: „*Liquidation is more likely if the firm has „hard" and/or nonspecialized assets that retain most of their value when sold off.*"[222]

218 Schmiedel, E., (1984), S. 392.

219 Vgl. z.B. Schoppe, S. G. et al., (1995), S. 154; Picot, A., (1991), S. 148.

220 Vgl. Williamson, O. E., (1984), S. 214 f.; Williamson, O. E., (1985), S. 52 f. WILLIAMSON unterscheidet vier Formen spezifischer Investitionen: „Site specifity", „physical asset specifity", „human asset specifity", „dedicated specifity."

221 Vgl. Williamson, O. E., (1985), S. 95 f.

222 Gilson, S. C., (1995), S. 20.

(3) Kennzeichnung im Kontext der Principal-Agent-Theorie

Unternehmungssanierungen werden durch eine ganze Reihe spezifischer Agency-Probleme beeinflußt. Besondere Relevanz hat für diese Arbeit jene Agency-Beziehung, in der als Principal Fremdkapitalgeber und als Agenten die Unternehmungsführung bei der Gewährung von **Sanierungskrediten** auftreten.

Fremdkapitalgeber haben als **Gläubiger** der Unternehmung gemeinhin den Anspruch, von ihrem Schuldner zu festgelegten Zeitpunkten Zahlungen in fixierter Höhe zu erhalten. Die Höhe der Zahlungen hängen jedoch nicht nur von der Höhe des Anspruchs ab, sondern wird zudem von der Zahlungswilligkeit und insbesondere Zahlungsfähigkeit des Schuldners beeinflußt.[223] In akuten Unternehmungskrisen wirkt sich die **Antizipation** dieser Risiken jedoch negativ auf die **Finanzierungsmöglichkeiten** und damit auf die Sanierungschancen der Unternehmung aus, da sich die Gläubiger typischerweise in einer für sie negativen Position **asymmetrischer Informationsverteilung** sehen: Es ist für sie kaum erkennbar, ob verfügbar gemachte Informationen vollständig und unverzerrt sind.[224] Da sie ein opportunistisches Verhalten der Schuldner einkalkulieren müssen, ist aus ihrer Sicht die Abschätzung des Investitionsrisikos bzw. die Beurteilung der Sanierungsfähigkeit der Unternehmung mit großen Unsicherheiten verknüpft.

Die agency-theoretischen Probleme bei der **Gewährung von Sanierungskrediten** können kaum vollständig gelöst, sondern nur vermindert werden, da es an Signalen, die eine Risikoverlagerung von den Eigentümern zu den Gläubigern anzeigen und allgemein an Kontrollmöglichkeiten fehlt.[225] Typischerweise können **zwei Wege** zu ihrer Verringerung beschritten werden.[226] Der **erste Weg** besteht in privatrechtlichen oder gesetzlichen Schutz- bzw. Sanktionsmöglichkeiten. So bestehen Gläubiger generell darauf, ihre Ansprüche, z.B. durch Sicherungsübereignungen, Forderungszessionen, Grundpfandrechte und Hypotheken, zu sichern. Zudem besteht für die Fremdkapitalgeber bei Eintreten bestimmter Voraussetzungen die Möglichkeit, die Insolvenz der Unternehmung zu erzwingen, um aus dem Erlös der Unternehmungspoten-

---

223 Vgl. Schmidt, R. H., (1984), S. 718; Hemmerde, W., (1985), S. 3 ff.

224 Vgl. Drukarczyk, J., (1987), S. 22; Räss, H. E., (1990), S. 247 f. SWOBODA zeigt, daß sich eine Unternehmungsfortführung aus Sicht der Eigentümer oft auch dann lohnt, falls die Fremdkaptalgeber Verluste erleiden. Vgl. Swoboda, P., (1984), S. 380 ff. Vgl. zu Informationsasymmetrien der Sanierungsträger Wegmann, J., (1987), S. 170 f.

225 Vgl. Hachmeister, D., (1995), S. 28 f.

226 Vgl. Drukarczyk, J., (1987), S. 23.

tiale ihre Forderungen zu begleichen. Der Nachteil dieser Lösung besteht jedoch darin, daß der notwendige Übergang des Unternehmungsvermögens mit direkten und indirekten Insolvenzkosten verbunden ist.[227] Der **zweite Weg** besteht in einem **Abbau von Informationsungleichgewichten**, durch eine offensive Informationspolitik und eine möglichst frühzeitige und umfassende Einbindung von Fremdkapitalgebern bzw. Gläubigern in den Sanierungs(planungs)-prozeß.

Auch die Probleme der Agency-Beziehung, in der Führungskräfte die Rolle der Agenten übernehmen, gewinnen im Rahmen von Unternehmungssanierungen eine besondere Bedeutung. So dürfte, aufgrund der „sich überschlagenden Ereignisse" und einer oftmals äußerst **unübersichtlichen Lage**, die Beurteilung ihrer Leistung und ihrer Qualität mit größeren Schwierigkeiten bzw. Kosten verbunden sein, als bei prosperierenden Unternehmungen. Auf der anderen Seite hat die Beurteilung der **Führungskräfte** in akuten Unternehmungskrisen eine weitaus höhere Bedeutung, da von ihnen ungleich schwierigere Aufgaben zu erfüllen sind und ihre Qualität für den Sanierungserfolg von zentraler Bedeutung ist. In besonders akzentuierter Form zeigt sich dieses Problem aus Sicht der beteiligten Banken (und anderer externer Investoren), da für ihre Investitionsentscheidung die Qualität der Führungskräfte eine herausragende Bedeutung hat.

In gleicher Weise muß der **Führungskräfteüberwachung** ein besonderes Gewicht beigemessen werden, da von den Führungskräften ggf. Entscheidungen zu fällen sind, bei denen konfliktäre Ziele zu ihren Auftraggebern vermutet werden können. So besteht beispielsweise die Gefahr, daß nicht sanierungswürdige Unternehmungen zum Nachteil der Kapitalgeber von den Führungskräften fortgeführt werden, um ihre Arbeitsplätze möglichst lange zu erhalten.[228] Informationsasymmetrien zwischen Eigentümern und Kapitalgebern beziehen sich zudem auf die Arbeitsleistung der Führungskräfte. Aus diesem Grunde werden gerade im Rahmen von Unternehmungssanierungen Führungskräfte-Anreizsysteme benötigt, um Anreize für die notwendigen überragenden Arbeitsleistungen zu schaffen.[229]

---

227 Vgl. Schoppe, S. G. et al., (1995), S. 212. Während sich direkte Insolvenzkosten auf Verfahrenskosten beziehen, entstehen indirekte Insolvenzkosten aufgrund der Schwierigkeiten, die vor, während und nach der Verfahrensabwicklung im laufenden Geschäft entstehen.

228 Vgl. zu diesem Problem z.B. Brandstätter, J., (1993), S. 12.; Hahn, D., (1981), S. 1084; Nathusius, K., (1979), S. 126 f.

229 Vgl. allgemein Barnea, A., Haugen, R. A., Senbet, L. W., (1985), S. 28.

2.3.5 Entscheidungstheoretische Kennzeichnung: Unternehmungssanierung als Prozeß

Aus **entscheidungstheoretischer Sicht** interessieren Unternehmungssanierungen unter prozessualen Aspekten. Das heißt, es geht um eine Kennzeichnung des Sanierungsprozesses, dessen Ziel darin besteht, die Existenz einer akut krisenhaften Unternehmung durch die (Wieder)Herstellung ihrer Ertragskraft zu sichern. Diese Begriffslegung greift auf die Entscheidungstheorie zurück und umfaßt Aktionen, die im Rahmen einer Sanierung idealtypisch durchzuführen sind. Diese Aktionen lassen sich im Kern in Planungs-, Steuerungs-, Durchführungs- und Kontrolltätigkeiten differenzieren, die jeweils in einzelnen Prozeßschritten durchlaufen werden. Der Sanierungsprozeß beschreibt auf diese Weise das zeitlich-logische Vorgehen und läßt sich modellhaft in **8 Phasen** einteilen. Aufgrund einer zu Beginn des Sanierungsprozesses oftmals schlechten Problemstrukturierung und einer mangelhaften Informationslage kommt es in der Realität dabei vielfach zu Rückkoppelungen sowie zu Überschneidungen einzelner Prozeßschritte. Beschrieben wird zudem lediglich der Sanierungsprozeß aus rein betriebswirtschaftlicher Sicht, d.h. außerhalb eines insolvenzrechtlichen Verfahrens.

Ausgangspunkt für den Sanierungsprozeß (Phase 1) ist die **Wahrnehmung einer akuten Unternehmungskrise** und die Feststellung der **Sanierungsbedürftigkeit** durch die Unternehmungsführung oder durch Dritte wie Gläubiger, Kunden, Lieferanten oder auch die Presse.[230] Von **Sanierungsbedürftigkeit** kann gesprochen werden, wenn in einem „ ... zeitlich begrenzten Prozeß ... die existentiellen Voraussetzungen für den Fortbestand eines Unternehmens substantiell gefährdet sind, so daß die ... Bestandserhaltung wesentlich als unsicher erscheint."[231] Sie manifestiert sich auf der Symptomebene durch das Nichterreichen überlebensrelevanter Unternehmungsziele und damit primär im Rechnungswesen einer Unternehmung.[232] Der Wahrnehmung einer akuten Krise folgt die **Initiierung des Sanierungsprozesses i.e.S.** durch interne oder externe Willensbildungszentren (**Phase 2**).[233] Dabei wird das (vorläufige) Team zur Bewältigung der Sanierungsaufgabe zusammengestellt und so in der

230 Vgl. Krystek, U., (1991), S. 331 f.

231 Bretzke, U., (1984), S. 41.

232 Die Wahrnehmung einer Unternehmungskrise sollte idealtypisch jedoch keinesfalls erst dann erfolgen, wenn diese bereits akut und damit existenzbedrohend ist. Hierzu dienen Frühwarnsysteme, die in frühen Krisenstadien für eine Identifizierung sorgen können.

233 Nach einer Untersuchung von MÜLLER geht die Initiative zur Krisenbewältigung vor allem von Banken und externen Willensbildungszentren der Unternehmung - Aufsichtsrat, Beirat oder übergeordneter Konzernführung - aus. Vgl. Müller, R., (1986), S. 323 f.

Regel auch die Frage nach der beruflichen Zukunft bisheriger oberster Führungskräfte beantwortet. Oftmals müssen auch spezialisierte Führungskräfte extern gewonnen werden. Der Sanierungsprozeß i.e.S. beginnt mit einer **groben Situationsanalyse** und Prognose der kurzfristigen Entwicklung sowie des Gefährdungsgrades der Unternehmung, der mit möglichst geringer Zeitverzögerung erste grundlegende Entscheidungen folgen müssen (**Phase 3**). Falls bereits jetzt deutlich wird, daß eine Existenzsicherung der Unternehmung nicht möglich oder nicht sinnvoll ist, sollte möglichst schnell die Entscheidung zur Liquidation der Unternehmung gefällt werden, um einer weiteren Wertvernichtung vorzubeugen.

Falls eine Sanierung der Unternehmung ins Auge gefaßt wird, richtet sich die Aufmerksamkeit auf die Festlegung der wichtigsten (kurzfristig wirkenden) **Sofortmaßnahmen**, deren primäre Ziele in der Sicherung der Handlungsautonomie bestehen und die zeitliche Spielräume schaffen sollen, um eine geordnete Sanierung zu ermöglichen.[234] Dabei sind im leistungswirtschaftlichen Bereich Entscheidungen zu treffen, deren Verschiebung die Sanierung gefährden würde („*stop the bleeding*"). Der Schwerpunkt der Sofortmaßnahmen liegt jedoch im finanzwirtschaftlichen Bereich in der Aufstellung eines kurzfristigen (und noch groben) Finanzplanes sowie der Erstellung einer Plan-Gewinn- und Verlustrechnung sowie von Planbilanzen.[235] Sie bilden die Grundlage für die Verhandlung mit den Kapitalgebern, um diese zur Kooperation („Stillhaltevereinbarung") und zur Überbrückung ggf. auftretender finanzieller Unterdeckungen zu bewegen. Zudem dienen sie zur Planung interner Maßnahmen zur Liquiditätssicherung („*generating cash*"). Ferner sind in **Phase 4** im Hinblick auf Mitarbeiter, Banken und Marktpartner erste informatorische und vertrauensbildende Maßnahmen einzuleiten („es tut sich endlich etwas").[236]

Den ersten Sofortmaßnahmen folgt in **Phase 5** eine **detaillierte Situations- und Ursachenanalyse** in Form einer „**strategischen Bilanz**" („*mitigating the crisis*"). Unter Einbindung der maßgeblichen Führungskräfte werden Stärken und Schwächen sowie Risiken und Chancen der Unternehmung herausgearbeitet und eine eingehende **Sanierungsfähigkeits- und Sanierungswürdigkeitsanalyse** durchgeführt. Während eine Sanierungsfähigkeitsanalyse die Frage nach der Existenzfähigkeit nach erfolgter Sanierung aufwirft, geht es im Rahmen der Sanierungswürdigkeitsanalyse um die Frage, ob einzelne Interessengruppen aus ihrer Sicht von einer Sa-

234 Vgl. Krystek, U., (1991), S. 332; Pümpin, C., Prange, J., (1991).

235 Vgl. z.B. Berger, R., (1988), S. 794 ff.

236 Vgl. Zuberbühler, M., (1988), S. 35.

nierung profitieren können. Es wird damit auch deutlich, daß die hier zu fällenden Entscheidungen vorläufigen Charakter haben, da eine objektive Sanierungsfähigkeits- und Sanierungswürdigkeitsanalyse **allein auf Basis** der Sanierungsplanung erfolgen kann.[237] Andererseits bildet die Sanierungsfähigkeits- und -würdigkeitsanalyse die Grundlage für die durchzuführende **Sanierungsplanung**, die als **das zentrale Element im Rahmen einer Unternehmungssanierung angesehen werden kann**.[238]

Die **Sanierungsplanung** i.e.S. **(Phase 6)** beinhaltet im hier zugrunde gelegten Konzept zunächst die Planung der generellen **Sanierungsziele**. Darauf aufbauend ist eine **strategische** und **operative Sanierungsplanung** durchzuführen. Diese Planungen (als Primärplanungen) wirken sich einerseits auf die **Ergebnis- und Finanzplanung** aus und finden andererseits in dieser (als Primärplanung) ihre Restriktionen.[239] Zudem beinhaltet die Sanierungsplanung in aller Regel eine Neuverhandlung der wichtigsten real- und finanzwirtschaftlichen Kontrakte der Unternehmung. Die Zustimmung der betroffenen Interessengruppen zu den im Sanierungsplan festgelegten Maßnahmen und einer ggf. notwendigen Anspruchsverminderung beendet damit die Sanierungsplanung („*preparing the turnaround plan and negotiate the plan*").

Da Unternehmungssanierungen aus der Sicht der Beteiligten vielfach neuartige Prozesse sind, die sich zudem durch ihre Komplexität sowie die zeitliche Begrenztheit ihrer Aktionsfolgen kennzeichnen lassen, erfolgt die **Realisation der Sanierungsplanung (Phase 7)** typischerweise in Form von Projekten.[240] Von besonders hoher Bedeutung ist dabei die Koordination der einzelnen Sanierungsprojekte, eine Verantwortungszuweisung und deren Überwachung in Hinsicht auf die Einhaltung vorgegebener Termine, Kosten, Ressourcen und des Projekterfolgs („*implementing the plan*"). Als **8. und abschließende Phase** einer Unternehmungssanierung kann die Präsentation des Projekterfolges vor Eigentümern und Investoren erfolgen („*marketing*").

---

237 Vgl. Töpfer, A., (1990), S. 328; Brandstätter, J., (1993), S. 15.

238 Die Notwendigkeit einer Sanierungsplanung ist in Literatur und Praxis allgemein anerkannt. Vgl. Howaldt, S. D., (1994), S. 219; Seidemann, R. S., Sands, D. A., (1991), S. 61 f. und die anschauliche Äußerung von NEUKIRCHEN: "Auch wenn man tief im Schlamassel steckt, muß man klaren Kopf behalten und zumindest ein grobes Konzept für die Zukunft entwickeln." zitiert in Neukirchen, K., Maucher, H., (1996), S. 120.

239 Vgl. zum Sanierungsplanungsprozeß Kapitel 3.3.1 dieser Arbeit.

240 Vgl. Gareis, R., Rabl, W., (1994), S. 163 ff.; Baur, W., (1979), S. 129.

„The ability to plan a company's future path realistically and effectively is a key factor in ensuring the organization's competitive position."[1]

3. Sanierungsplanung als Führungsaufgabe außerhalb und im Rahmen des Insolvenzrechts

3.1 Grundsätzliches

Mit der Einführung des neuen Insolvenzrechts im Januar 1999 können Sanierungsplanungen **außerhalb oder im Rahmen** eines gerichtlichen **Insolvenzverfahrens** durchgeführt werden. Der **Sanierungsplan** ist in jedem Fall immer **Kern** eines **Sanierungsprozesses** und beinhaltet prinzipiell **zwei Aufgabenbereiche**. Dies ist zunächst die Erstellung des **betriebswirtschaftlichen Sanierungsplans** („*business plan*"), nach dem die Unternehmung fortzuführen ist (Generierung von Werten). Zudem wird durch den Sanierungsplan dargestellt, **auf welche Weise** sich die einzelnen Interessengruppen an der Unternehmungssanierung beteiligen bzw. in welchem Umfang sie Anspruchsanpassungen hinnehmen müssen (Verteilung von Werten). Die Verbindung zwischen diesen Teilplanungskomplexen wird durch die Unternehmungsbewertung hergestellt.

3.2 Unternehmungsplanung

3.2.1 Begriff, Prozeß und Träger der Unternehmungsplanung

Der **Planungsbegriff** läßt sich etymologisch aus dem lateinischen **planus** ableiten, was einerseits mit „flach" oder „eben" übersetzt wird, andererseits aber als „planum facere" auch „klar, deutlich, bzw. durchschaubar machen" bedeuten kann.[2] Durchschaubar gemacht werden soll durch **Planung zukünftiges Geschehen**, indem dieses **systematisch gedanklich vorweggenommen wird**.[3] Planung beinhaltet damit, „etwas, was vor einem liegt, das heißt **künftige** Gegebenheiten und Zusammenhänge so weit wie möglich (...) überschaubar (zu, A. d. V.) machen, um das eigene Entscheiden und Handeln **auf ein gewolltes Ziel hin** möglichst reibungslos gestalten zu können."[4] Neben der **Zukunftsbezogenheit** lassen sich als weitere **Merkmale** der Planung ihre **Zielorientierung** und ihr **Gestaltungscharakter** herausarbeiten. Es geht also

---

1 Manzini, A. O., (1988), S. 90.

2 Vgl. Haas, H., Kienle, R. v., (1952), S. 412; vgl. ähnlich Gälweiler, A., (1986), S. 27; Schwaninger, M., (1989), S. 29.

3 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 45 ff.; vgl. ähnlich Hax, K., (1959), S. 606.

4 Gälweiler, A., (1986), S. 27. Hervorhebungen durch den Verfasser.

darum, künftiges Geschehen bzw. Handeln an den Zielen des Planungsträgers auszurichten. Zudem beschränkt sich Planung keinesfalls auf die Prognose künftiger Zustände oder Wirkungen, sondern nimmt gestaltend Einfluß auf diese Zukunft.[5] Dafür müssen Ziel-, Dokumentations-, Analyse- und Prognoseinformationen gewonnen, gespeichert, verarbeitet und übertragen werden.[6] Planung wird darüber hinaus durch ihre **Rationalität** gekennzeichnet, da sie sich logisch nachvollziehbarer Methoden und Entscheidungskalküle bedient und als bewußter, zielorientierter Denkvorgang im Rahmen eines methodisch-systematischen Prozeßablaufes durchgeführt wird. In diesem Sinne ist auch ihr **Prozeßcharakter** und zudem ihre **Entscheidungsorientierung** ein begriffsbestimmendes Planungsmerkmal. Planung kann hiernach als **Entscheidungsprozeß** zur Gestaltung künftigen Geschehens angesehen werden.[7] Der **Prozeßcharakter** der Planung drückt sich dadurch aus, daß sie aus verschiedenen, gedanklich klar strukturierbaren Phasen besteht, die durch Vor- und Rückkoppelungen kybernetisch als Regelkreis verknüpft sein können.[8] Diese Phasen werden im Hinblick auf das gewünschte Planungsergebnis strukturiert: dem Fällen rationaler bzw. zielorientierter **Entscheidungen**.

Der **Planungsprozeß** ist nach HAHN als **Teil des Führungsprozesses** in der Unternehmung aufzufassen und gliedert sich in die Phasen Problemstellung, Alternativensuche, Beurteilung und Entscheidung. Werden Entscheidungen auf Basis systematischer Entscheidungsvorbereitung gefällt, um künftiges Geschehen zu bestimmen, so handelt es sich um Planung (i.w.S.). Dieser Planungsprozeß (i.w.S.) kann demnach durch die ersten vier Phasen des schematisierten **Problemlösungsprozesses** dargestellt werden und umfaßt **Planaufstellung** und **Planverabschiedung**. Im **Führungsprozeß** erfolgt eine integrative Ergänzung durch Steuerungs- und notwendige Kontrolltätigkeiten.[9] Um von einem **Problemlösungsprozeß** sprechen zu können, sind notwendigerweise die geplanten Durchführungsaktivitäten zu ergänzen. Vgl. Abbildung 3.1.

Die **Unternehmungsplanung** ist durch ihre betriebswirtschaftlichen **Planungsobjekte** gekennzeichnet.[10] So beziehen sich spezifische Planungsobjekte bzw. -aufgaben beispielsweise auf betriebliche Funktionen (Beschaffungs-, Produktions-, Absatzplanung), bestimmte Pro-

---

5 Vgl. zu diesen begriffskonstitutiven Planungsmerkmalen z.B. Pfohl, H.-C., Stölzle, W., (1996), S. 233; Schwaninger, M., (1989), S. 26 ff.; Schweitzer, M., (1993), S. 19 ff.

6 Vgl. Grochla, E., (1975), S. 32 ff.

7 Vgl. Hahn, D., (1993), Sp. 3185.

8 Vgl. Grochla, E., (1975), S. 12; Kosiol, E., (1965), S. 390.

9 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 37 ff.

10 Vgl. Hentze, J., Brose, P., Kammel, A., (1993), S. 21.

duktionsfaktoren (Anlagen-, Material-, Personalplanung) oder spezielle Anlässe (Gründungs-, Fusions-, Sanierungsplanung).[11] **Träger** der Unternehmungsplanung sind Personen, Personengruppen und organisatorische Einheiten, die bei der Planaufstellung und -verabschiedung maßgeblich mitwirken. Dies sind neben den Führungskräften der Unternehmung auf allen hierarchischen Ebenen sogenannte Führungs(ge)hilfen. Ihre Aufgabe besteht in der Entscheidungsvorbereitung, ohne jedoch Anordnungsbefugnisse zu besitzen. Zudem üben - als nur partiell- oder nicht legitimierte Organe - ggf. die übrigen Mitarbeiter und externe Interessengruppen wie Unternehmungsberater oder Fremdkapitalgeber Einfluß auf die Unternehmungsplanung aus.[12]

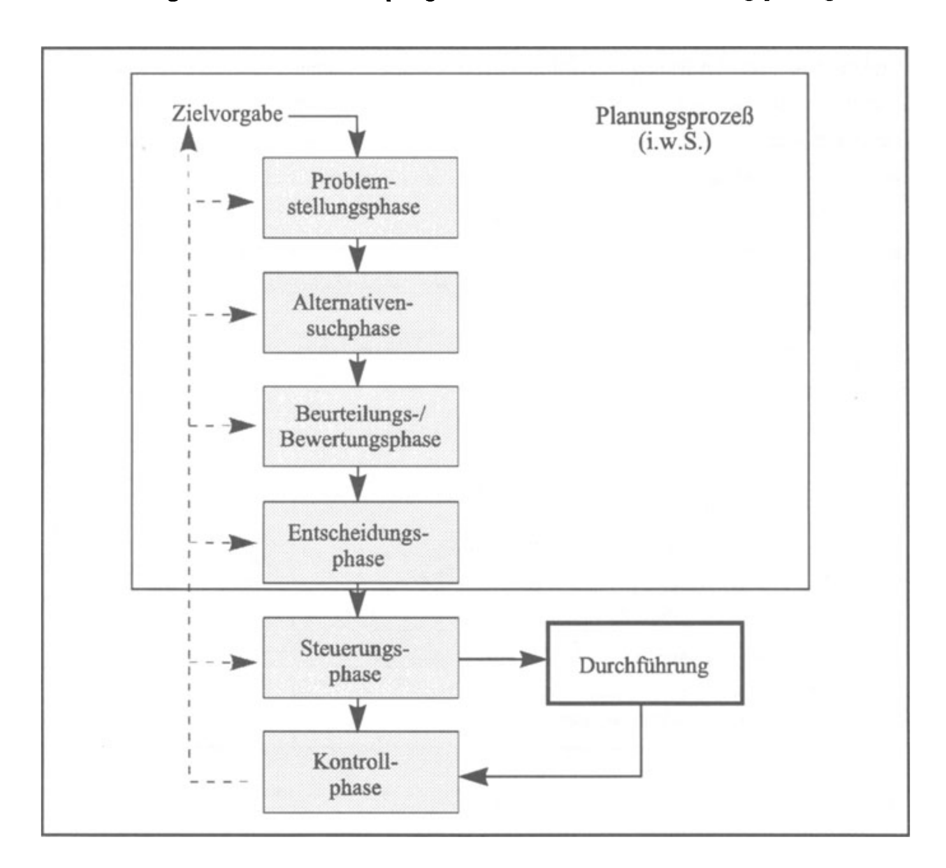


Abbildung 3.1: Planungsprozeß als Teil des Problemlösungsprozesses[13]

11 Vgl. Mag, W., (1995), S. 5; Pfohl, H.-C., Stölzle, W., (1996), S. 234.

12 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 37; Mag, W., (1995), S. 115 und Kapitel 3.2.1 dieser Arbeit.

13 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 46.

3.2.2 Unternehmungsplanung als System

Ein **System** ist bereits an anderer Stelle dieser Arbeit als eine geordnete Gesamtheit von Elementen bezeichnet worden, zwischen denen spezifische Beziehungen bestehen. Von einem **Planungssystem** kann man sprechen, falls alle **Planungsaufgaben**, die in einer Unternehmung zu erfüllen sind, unter Berücksichtigung ihrer unterschiedlichen Inhalte und ihrer wechselseitigen Abhängigkeiten **in Beziehung** gesetzt werden.[14]

Aufbauend auf dem Verständnis einer Unternehmung als zielorientierte Potential- und Aktionsstruktur bzw. als Aktionszentrum,[15] in dem Ziele durch Aktionen auf der Basis bestimmter (veränderbarer oder gegebener) Human- und Sachpotentiale angestrebt werden sowie den wissenschaftstheoretischen Grundlagen der System- und Entscheidungstheorie leitet HAHN verschiedene Planungsobjekte bzw. -aufgaben ab. Die auf diese Weise abgeleiteten Planungsobjekte bzw. -aufgaben faßt HAHN bereits zu Beginn der 70er Jahre zu einem **aus vier Teilplanungskomplexen bestehenden Planungssystem** zusammen und entwickelt es seit dieser Zeit weiter.[16] Abbildung 3.2 verdeutlicht grundlegend dessen Aufbau und Zusammensetzung.

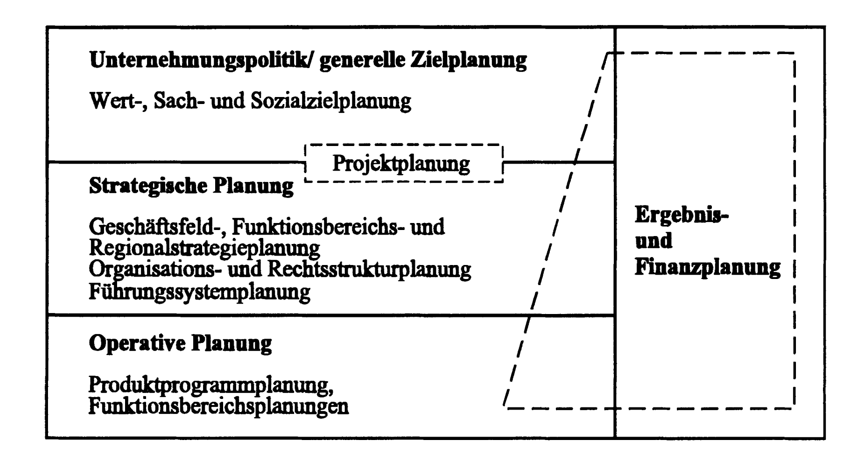


Abbildung 3.2: Planungssystem nach HAHN[17]

14 Vgl. zum Begriff des Planungssystems Wild, J., (1982), S. 153 ff.

15 Vgl. Kosiol, E., (1968) und Kapitel 2.1.1 dieser Arbeit.

16 Vgl. Hahn, D., (1975), S. 49 ff.; Hahn, D., (1996), S. 3 ff. sowie S. 86 ff. (1. Aufl. Wiesbaden 1974, S. 53 ff.). Vgl. zu einem Überblick über weitere Planungskonzepte Hahn, D., (1996), S. 107.

17 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 96 ff.

(1) Unternehmungspolitik/ Generelle Zielplanung[18]

Sie umfaßt die Festlegung aller für die Führung einer Unternehmung langfristig relevanten **qualitativen** und **quantitativen Ziele** bzw., bezogen auf die Unternehmung als Ganzes, die Formulierung einer grundlegenden **Unternehmungskonzeption**. Generelle Unternehmungsziele sind nach HAHN in Form von Wert-, Sach- und Sozialzielen zu beschreiben. Diese können als Originärplanung autonom gesetzt oder als Derivativplanung systematisch abgeleitet werden und sind speziell von den Werthaltungen der am Zielbildungsprozeß Beteiligten beeinflußt. Während **generelle Wertziele** die wichtigsten Ergebnis- und Liquiditätsziele skizzieren, werden durch **generelle Sachziele** angestrebte Tätigkeitsfelder bzw. Branchen und Leistungsarten der Unternehmung beschrieben.

Generelle Sozialziele legen zukünftig angestrebte Zustände und Verhaltensweisen gegenüber den Bezugsgruppen, der Öffentlichkeit und der natürlichen Umwelt fest. Die im Rahmen dieses Planungskomplexes formulierten Leitlinien für die Unternehmungsentwicklung können auch als Zielkonzentrat in Form einer **Vision** - dem Zukunftsbild einer Unternehmung - und konkreter in einem **Leitbild** ausgedrückt werden. Sie präzisieren das oberste Ziel einer Unternehmung, ihre „Erhaltung und erfolgreiche Weiterentwicklung", das jedoch nur solange Gültigkeit besitzt, wie für ihre Interessengruppen die Chance zur Erreichung ihrer Individualziele gegeben ist.

(2) Strategische Planung

Die strategische Planung gestaltet als sog. Zielerreichungsplanung die langfristigen Erfolgsträger der Unternehmung zum einen in Form der **Geschäftsfeldplanung**. Hierbei geht es um die marktorientierte Festlegung des Leistungs- und Dienstleistungsprogramms sowie um die Planung der dafür notwendigen Sach- und Humanpotentiale. Eine Expansion in der Bearbeitung spezifischer Märkte auf der Basis spezieller Produktprogramme mit entsprechender Investitionsplanung sind hier genauso relevant wie Schrumpfungs- und Rückzugsstrategien, die Desinvestitionsplanungen und eine Personalanpassungsplanung auslösen. Zu ergänzen ist die Geschäftsfeldplanung um eine Planung grundlegender **Funktionsbereichs- und Regionalstrategien**. Als weitere Aufgaben umfaßt die strategische Planung eine **Potentialstrukturplanung** als Organisations-, Rechtsform-/Rechtsstrukturplanung sowie eine **Führungssystemplanung** in Form einer Führungskräfte-, Anreizsystem- sowie Informationssystemplanung.

18 Vgl. zu den folgenden Ausführungen Hahn, D., (1996), S. 96 ff.

(3) Operative Planung

Sie ist als **Programm**- und **Aktionsplanung** ebenfalls eine Zielerreichungsplanung und der generellen Zielplanung sowie strategischen Planung nachgelagert. Generelle Ziele, langfristige Produktprogramme, Sach- und Humanpotentiale sowie deren Strukturierung und das Führungssystem sind als Ausgangspunkte der operativen Planung auf diese Weise **bereits fixiert**. Bei somit gegebenen Kapazitäten werden gesamtunternehmungsbezogen die kurz- und mittelfristig zu erstellenden Leistungen nach Art und Menge festgelegt (operative Produktprogrammplanung) und darauf aufbauend funktionsbereichsbezogene Ziel- und Maßnahmenpläne formuliert (Aktionsplanung).

(4) Gesamtunternehmungsbezogene Ergebnis- und Finanzplanung

Die gesamtunternehmungsbezogene Ergebnis- und Finanzplanung erlaubt als derivative Planung eine **wertmäßige Abbildung** und **rechnerische Integration** der übrigen Teilplanungskomplexe im Hinblick auf die ergebnis- und liquiditätsorientierten Zielvorgaben. Darüber hinaus hat die Ergebnis- und Finanzplanung im Rahmen der Bilanz- und Finanzplanung **zum Teil originären Charakter**, indem sie Veränderungen in den anderen drei Planungskomplexen herbeiführt. Falls die Liquidität der Unternehmung gefährdet ist, erhält die Finanzplanung zudem den Charakter einer **Primärplanung**. Neben die Finanzplanung tritt auf gleicher Ebene die kalkulatorische und bilanzielle Ergebnisplanung.

Die bisher beschriebenen periodisch zu erstellenden Teilplanungen werden durch aperiodische bzw. fallweise **Projektplanungen** ergänzt. Diese können grundsätzlich in jedem Teilplanungskomplex oder komplexübergreifend durchgeführt werden und sich auf strategische und/oder operative Projekte beziehen.[19] Sie werden zusätzlich zu bereits erfolgten periodischen Planungen erstellt *oder* im Rahmen der periodischen Planungen abgeleitet. Bei der **Sanierungsplanung** handelt es sich in diesem Kontext um eine teilplanungskomplexübergreifende Aktions- und Potentialplanung.[20] Die Sanierungsplanung ist **einerseits** eine fallweise Planung zeitlich begrenzter, zielorientierter Aktionsfolgen und damit eine **Projektplanung** mit hoch **strategischem Charakter**. Sie kann auf die Unternehmung als Ganzes oder (im Falle eines Konzerns) auf Subsysteme bzw. Tochtergesellschaften bezogen sein. **Andererseits** hat sie grundsätzlich

---

19 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 629; Alter, R., (1990), S. 108.

20 Vgl. dazu allgemein Hahn, D., (1996), S. 92.

integriert im Rahmen der - bei Identifikation der Sanierungsbedürftigkeit der Unternehmung ggf. neu durchzuführenden bzw. zu modifizierenden - periodischen Planungen zu erfolgen. Aufgrund ihrer herausragenden Bedeutung wirkt die Sanierungsplanung in aller Regel so stark auf die periodischen Planungen ein und vollzieht sich weitgehend in diesen, daß der Übergang von Projektplanung und periodischer Planung fließend sein dürfte und sich die periodischen Planungen letztlich selbst als integrierte Sanierungsplanung interpretieren lassen. Die **Sanierungsplanung hat damit dualen Charakter**.[21]

Wesentlich erleichtert wird eine Sanierungsplanung, wenn die Möglichkeit besteht, auf **Alternativ- oder Präventivplanungen** aufzubauen.[22] Vielfach besitzen akut krisenhafte Unternehmungen jedoch weder eine krisenorientierte Alternativplanung noch ein ausreichend ausgebautes Unternehmungsplanungssystem, das geeignet wäre, als Grundlage für eine Sanierungsplanung zu dienen. Die Sanierungsplanung beinhaltet in diesem Fall eine **(Meta-)Planung des Sanierungsplanungssystems**, das als Ausgangspunkt für die Entwicklung eines periodischen Planungssystems dienen kann.[23]

3.2.3 Anforderungen und Funktionen der Unternehmungsplanung

Planung ist „ein wirkungsvolles Instrument zur Erreichung von Zielen."[24] Um den Anspruch der **Zielwirksamkeit** rechtfertigen zu können, muß die Unternehmungsplanung gleichwohl spezifischen **Anforderungen** genügen. Folgt man dem systemtheoretischen Planungsansatz, so lassen sich nachfolgende Anforderungen abgrenzen.[25]

An die Unternehmungsplanung wird zunächst die Forderung der **Zielbezogenheit** gestellt. Dies bedeutet, daß sich einerseits die verschiedenen Teilplanungen bzw. Teilpläne aus den oberen Unternehmungszielen ableiten lassen müssen und diese andererseits, nach Analyse der Zielerreichungsmöglichkeiten, beeinflussen. Nach dem Gebot der **Gesamtheit/Vollständigkeit** sollte möglichst das gesamte wirtschaftliche Geschehen der Unternehmung und ihre internen

21 Vgl. zur Beziehung von Krisenbewältigungsmanagement und „regulärer" Unternehmungsplanung Krystek, U., (1979), S. 92.

22 Vgl. dazu Krystek, U., (1987), S. 130 ff. und S. 201 ff.; Hahn, D., (1987), S. 142.

23 Vgl. dazu auch Krystek, U., (1979), S. 82.

24 Schweitzer, M., (1993), S. 23.

25 Vgl. ausführlich Hahn, D., (1996), S. 79 ff.

und marktlichen Verflechtungen durch das Planungssystem widergespiegelt werden. Die einzelnen Teilplanungen sind zudem - ausgehend von den gewünschten Planungsinformationen bzw. Plänen - nach **Inhalt**, **Ausmaß** und **zeitlichen Bezug** zu kennzeichnen. So können, je nach gewünschtem Planungsoutput, bei den problemorientiert zu gestaltenden Teilplanungen Informationen grob oder detailliert (Grob-/Feinplanung) verarbeitet werden und in kurz-, mittel- oder langfristige Pläne einfließen. Darüber hinaus ist zu fordern, daß die einzelnen Teilplanungen **inhaltlich**, **zeitlich** und **inhaltlich/zeitlich integriert** sind bzw. in einem sinnvollem Zusammenhang stehen. Die verschiedenen Planungen und Pläne sollten zudem **wirtschaftlich** aufzustellen sein, **flexibel** an relevante Änderungen angepaßt werden können und **aktuelle** Informationen verarbeiten und bereitstellen.

Planung erfüllt spezifische **Funktionen**, die sich aus der unternehmungsbezogenen Präzisierung ihrer **Zielerreichungsfunktion** ergeben. Allgemein geht es bei der Durchführung von Planungen darum, die Erfolgswahrscheinlichkeit der Unternehmungsaktivitäten zu erhöhen und einen bestmöglichen, d.h. zielorientierten Einsatz knapper Ressourcen zu gewährleisten.[26] Dies kann auch als die **Grundfunktion** der Planung bezeichnet werden: Planung soll zu einer **Steigerung von Effektivität und Effizienz** des Unternehmungsgeschehens und damit letztlich zu einer **Sicherung** des **Unternehmungserfolges** beitragen.[27] Alle weiteren Funktionen lassen sich aus dieser Grundfunktion ableiten und tragen insofern zu ihrer Erreichung bei.[28]

Die **abgeleiteten Funktionen** der Planung unterstützen die Sicherung des Unternehmungserfolges, indem die **Zielorientierung** des gesamten Unternehmungsgeschehens und **Koordination** der betrieblichen (Teil-)Funktionen sicherstellt wird. Koordinierend kann Planung unter sachlichen Gesichtspunkten dadurch wirken, daß sie Interdependenzen einzelner Entscheidungen und Maßnahmen berücksichtigt. Dadurch und indem Planungsaufgaben langfristig systembildend in Beziehung gesetzt werden (**Integration**), sind Synergieeffekte zu erzielen, da die

---

26 Vgl. Krystek, U., Zumbrock, S., (1993), S. 41. Eine Darstellung überschneidungsfreier Planungsfunktionen ist schwierig. Die in der Literatur genannten Funktionen sind zum Teil redundant. Deshalb geht es bei der Darstellung von Planungsfunktionen eher darum, mögliche *Effekte* der Planung deutlich zu machen und weniger um die Generierung eines überschneidungsfreien Funktionenkataloges.

27 Vgl. Hahn, D., (1993), Sp. 3188; Wild, J., (1982), S. 15 ff.

28 Vgl. auch die Ausführungen des Arbeitskreises „Integrierte Unternehmungsplanung" der Schmalenbachgesellschaft: „Von den genannten Funktionen kann (...) der Erfolgssicherung bzw. Effizienzsteigerung zweifellos die zentrale Bedeutung zugesprochen werden, da die übrigen Funktionen im Kern hierin einmünden." Arbeitskreis Unternehmungsplanung, (1991), S. 813.

Aktivitäten einzelner Teileinheiten so zusammengeführt werden können, daß ein Verbundoptimum erreicht wird.

Durch eine Koordination auf sozio-emotionaler Ebene kann die Planung positive Effekte auf die **Motivation** der am Planungsprozeß beteiligten Mitarbeiter haben und sie so zu einem Verhalten bewegen, das den operationalisierten Unternehmungszielen entspricht. Daneben erhöhen Planungsprozesse und Pläne den **Informationsstand** der Mitarbeiter und ggf. auch anderer interessierter Gruppen, z.B. über Unternehmungsziele, Mittelverwendungen und spezifischen Restriktionen.[29] Planung führt zudem zu einer Strukturierung betrieblicher Problemstellungen und Aufgaben und hat somit eine **Komplexitätsreduktionsfunktion**. Durch die Funktion der **Chancen und Risikoerkennung** soll es den Planungsträgern ermöglicht werden, Risiken und Chancen frühzeitig zu erkennen, um so angemessen (re-)agieren zu können.[30] Planungsprozesse führen durch das systematische und zukunftsorientierte Durchdenken von Alternativen zudem zu einer **Flexibilitätserhöhung**, indem bestehende Handlungsmöglichkeiten aufgezeigt oder auch neue Handlungsalternativen erst geschaffen werden. Durch ihre **Kreativitätsfunktion** soll die Wahrscheinlichkeit erhöht werden, daß innovative Problemlösungen systematisch erarbeitet und nicht zufällig gefunden werden.

29 Vgl. Schweitzer, M., (1993), S. 23.

30 Vgl. ähnlich Krystek, U., Zumbrock, S., (1993), S. 42.

3.2.4 Unternehmungsplanung als strategische Führungsaufgabe

Planung kann als die kardinale Führungsaufgabe interpretiert werden. Deshalb dient HAHN das Konzept der **strategischen Planung** als Nukleus für die Entwicklung eines umfassenden Ansatzes der **strategischen Führung**.[31] „Generelle Zielplanung und strategische Planung, jeweils ergänzt um Steuerungs- und Kontrolltätigkeiten, bilden den Kern der **strategischen Führung**."[32] Demzufolge unterscheidet HAHN Planungs-, Steuerungs- und Kontrolltätigkeiten bezogen auf strategische Sachverhalte bzw. die **Gegenstände strategischer Führung**. Während die strategische Planung zur zielorientierten Suche, Beurteilung und Auswahl alternativer Möglichkeiten zur Lösung strategischer Probleme dient, sorgt die **strategische Steuerung** durch eine Detaillierung und Umsetzung für die Verwirklichung strategischer Pläne. Strategische Kontrollen beinhalten Prämissen-, Konsistenz- und Planfortschrittskontrollen und beziehen sich dabei auf die Gegenstände strategischer Führung. Abbildung 3.3 gibt einen Überblick über die Führungstätigkeiten in der Unternehmung nach HAHN.

Neben der generellen Zielplanung sowie der strategischen Planung identifiziert HAHN weitere grundlegende Objekte strategischer Führung mit übergeordnetem bzw. normativem Charakter. Dies sind in erster Linie die **Unternehmungsphilosophie** und **Unternehmungskultur**. Die Unternehmungsphilosophie ist, ausgehend von den individuellen Werthaltungen der Führungskräfte, die Basis allen Entscheidens und Handelns in der Unternehmung. Sie stellt die abgestimmten bzw. gemeinsamen, unternehmungsbezogenen Werthaltungen ihrer obersten Führungskräfte dar.[33] Die Unternehmungsphilosophie prägt über eine längere Zeit die Denk-, Entscheidungs- und Verhaltensmuster der Mitarbeiter, d.h. die **Unternehmungskultur**. Diese manifestiert den gegenüber anderen Unternehmungen eindeutig abgrenzbaren Charakter und Stil einer Unternehmung.[34] Aufgrund ihrer partiellen bzw. langfristigen Gestaltbarkeit sind Unternehmungsphilosophie und Unternehmungskultur Gegenstände der strategischen Führung. Abbildung 3.4 zeigt zusammenfassend die **Gegenstände der strategischen Führung** nach HAHN.

---

[31] Vgl. grundlegend Hahn, D., (1989a), S. 55 ff.; Hahn, D., (1989), S. 159 ff.; Hahn, D., (1990), S. 31 ff.; Hahn, D., (1990a), S. 52 ff. Vgl. ferner zur Weiterentwicklung Hahn, D., (1992), S. 10 ff. und die Einordnung bei Jeschke, W., (1992), S. 26 ff. und 128 ff.

[32] Hahn, D., (1996), S. 108.

[33] Vgl. Hahn, D., (1989), S. 160.

[34] Vgl. Schwarz, G., (1989), S. 30.

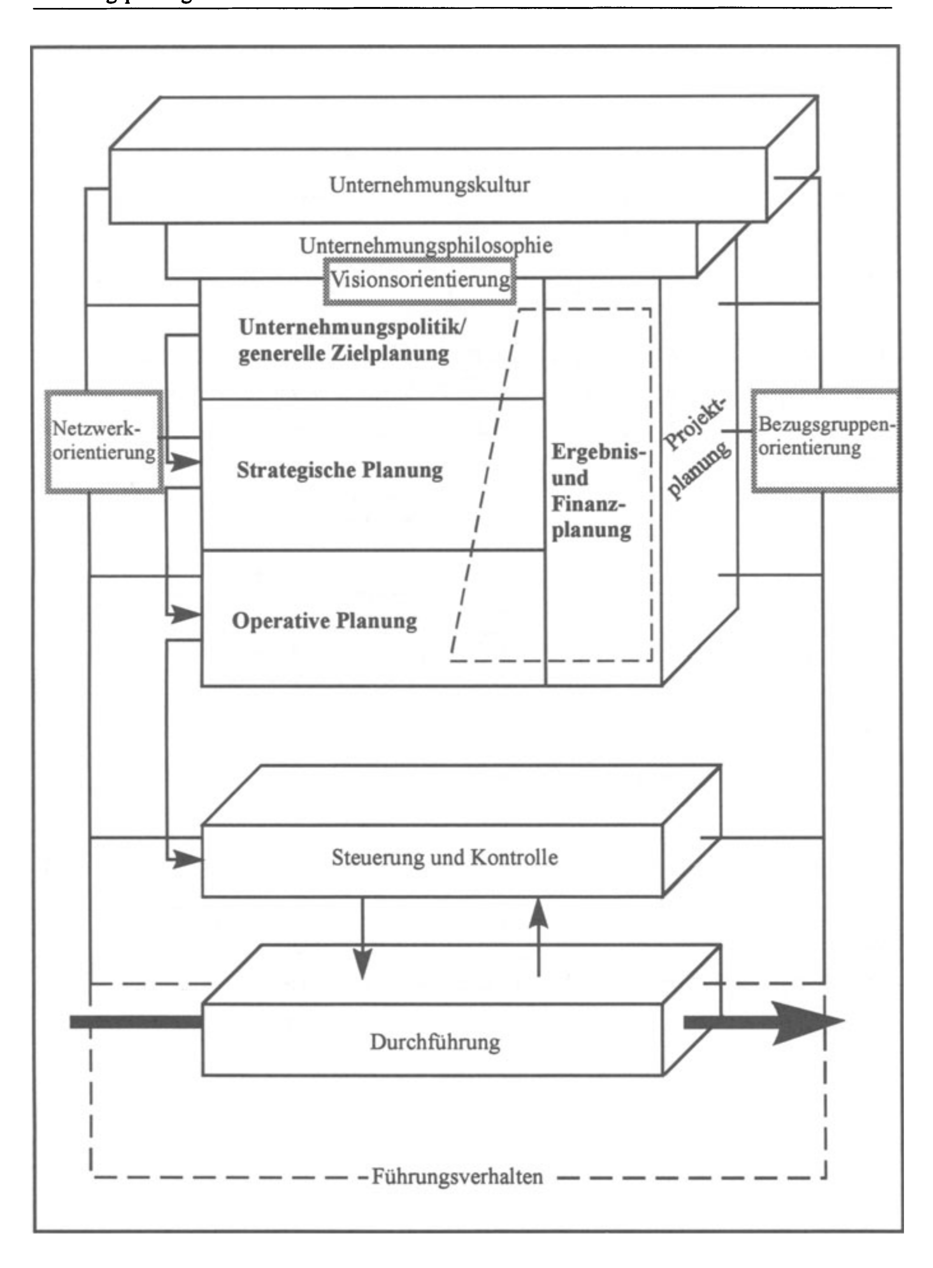


Abbildung 3.3: Führungsaufgaben in der Unternehmung[35]

35 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 113.

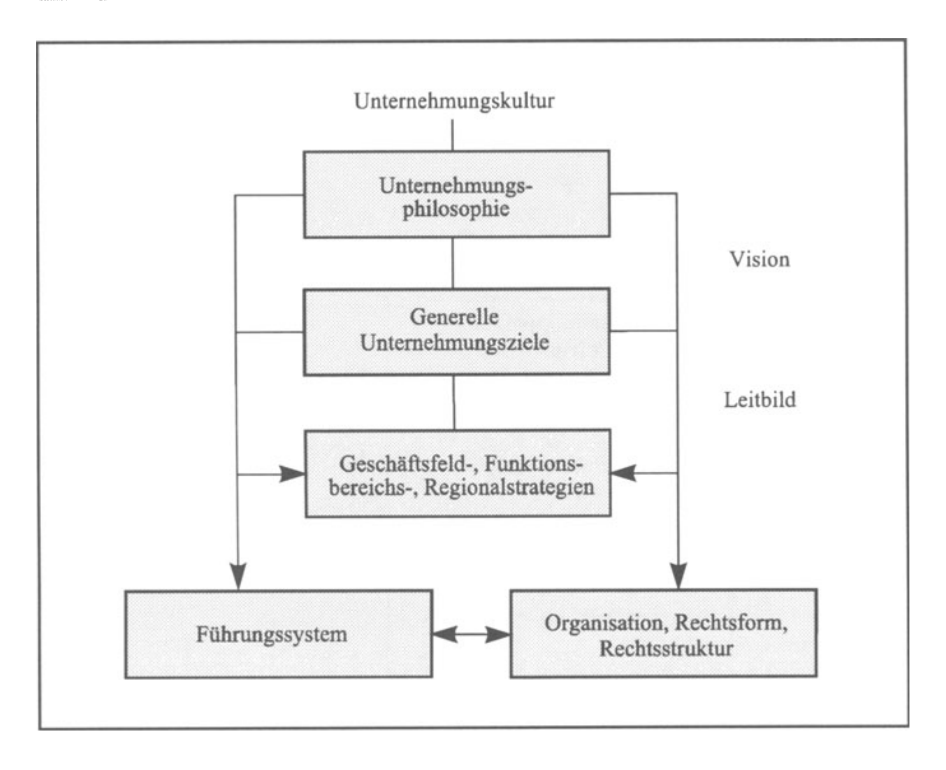


Abbildung 3.4: Gegenstände strategischer Unternehmungsführung nach HAHN[36]

36 Vgl. Hahn, D., (1990), S. 37.

3.3 Sanierungsplanung außerhalb des Insolvenzrechts

3.3.1 Begriff, Prozeß und Träger der Sanierungsplanung

Im weiteren Verlauf dieser Arbeit soll die **Sanierungsplanung zunächst aus rein betriebswirtschaftlicher** und speziell planungstheoretischer **Sicht** gekennzeichnet werden. Die abgeleiteten Aussagen beziehen sich in diesem Sinne auf die Erstellung eines Sanierungsplans **außerhalb eines gerichtlichen Insolvenzverfahrens**, lassen sich in ihrem betriebswirtschaftlichen Aussagegehalt jedoch analog auf eine insolvenzrechtliche Sanierungsplanung übertragen.

Planung ist die kardinale Aufgabe der Unternehmungsführung, um Handlungsspielräume zu schaffen bzw. zu erkennen, zu durchleuchten und konsequent zu nutzen.[37] Sie gewinnt stets dann an Bedeutung, falls komplexe, schwer durchschaubare Zusammenhänge zwischen Zielen und Handlungsmöglichkeiten, ihren Wirkungen und der Umwelt zu erfassen sind, oder kurz - falls Probleme von hoher Komplexität und Schwierigkeit bewältigt werden müssen. Besonders in diesen Fällen ist festzustellen, daß die **Qualität der Problemlösung** in Hinblick auf zu erreichende Ziele stark **von der formalen Ordnung des Problemlösungs*prozesses* abhängt**. Unternehmungssanierungen sind in diesem Kontext gekennzeichnet durch einen hohen Grad an **Komplexität** und Schwierigkeit zu bewältigender Problemkreise. Es besteht die Gefahr, daß Führungsentscheidungen aufgrund des vorherrschenden Zeitdrucks, Aktionszwangs bzw. der „Dominanz des Vordringlichen über das Nötige" ohne systematische Entscheidungsvorbereitung gefällt werden. In diesem Fall werden jedoch leicht maßgebliche Problemeinflußgrößen, Ursache-Wirkungs-Zusammenhänge, **Risiken** oder auch verbliebene **Chancen** übersehen und die knappen **Unternehmungsressourcen** nicht auf die wichtigsten Bereiche **konzentriert**. Akut krisenhafte Unternehmungen müssen jedoch sicherstellen, daß Risiken, die sich leicht systemgefährdend auswirken können, erkannt, in ihren Auswirkungen auf das Entscheidungsfeld analysiert sowie die **wenigen verbliebenen Chancen konsequent genutzt** werden. Deshalb ist im Rahmen einer Unternehmungssanierung stets ein geplantes Vorgehen zu wählen.[38]

Planung ist als die wesentliche Führungstätigkeit im Rahmen des umfassenden Führungs- bzw. Problemlösungsprozesses in einer Unternehmung aufgefaßt worden.[39] Als vier-phasiger Willensbildungsprozeß beinhaltet ein Planungprozeß das „Fällen von Führungsentscheidungen

---

37 Vgl. Wild, J., (1982), S. 15.

38 Vgl. allgemein Wild, J., (1982), S. 16 und zur Notwendigkeit eines geplanten Vorgehens vgl. Baur, W., (1979), S. 93; Krystek, U., (1987), S. 93; Napp, H., (1990), S. 61.

39 Vgl. Kapitel 2.1.4 dieser Arbeit.

auf der Basis systematischer Entscheidungsvorbereitung"[40] zur Bestimmung künftigen Geschehens und umfaßt damit Plan**aufstellung** und **-verabschiedung**. Diesen Phasen des generellen Planungsprozesses entsprechen die Phasen des Sanierungsplanungsprozesses.[41] **Bei einer Sanierungsplanung**, als Teil des Führungsprozesses im Rahmen einer Unternehmungssanierung, geht es folglich darum, auf der Basis systematischer Entscheidungsvorbereitung alle notwendigen Führungsentscheidungen zu fällen, um die Existenzsicherung einer akut krisenhaften Unternehmung zu gewährleisten und ihre spätere erfolgreiche Weiterentwicklung einzuleiten.[42]

Demnach sind zunächst **Ziele** für die Unternehmung zu bestimmen und **Lösungsalternativen - Maßnahmen** mit und ohne Potentialänderung - zu suchen, diese zukunfts- und zielorientiert zu durchdenken und zu **beurteilen** sowie die Alternativen mit der **höchsten Zielwirksamkeit** auszuwählen.[43] Input dieses **Informationsverarbeitungsprozesses** sind Informationen über die Unternehmung und ihr Umsystem. Resultate der Sanierungsplanung sind Planinformationen in einzelnen Sanierungsplänen und dem aggregierten (Gesamt-)Sanierungsplan.[44]

Die **Sanierungsplanung** umfaßt die systematische gedankliche Vorwegnahme künftigen Geschehens in allen Funktionsbereichen unter hohem Zeitdruck und stark verminderten Handlungsalternativen. Sie kann aus dieser Perspektive als eines der schwierigsten und **komplexesten betriebswirtschaftlichen Planungsprobleme** überhaupt bezeichnet werden.[45] Der hohe Zeitdruck, eine oftmals schlechte Informationslage sowie die besondere Risikobelastung des Planungsprozesses stellen sehr hohe Anforderungen an die Planungsträger. Fehlplanungen können sich leicht existenzvernichtend auswirken, und verschiedene Interessengruppen versuchen, auf den Planungsprozeß Einfluß zu nehmen. **Basis** des Sanierungsplanungsprozesses ist die (Vor)-Entscheidung, die Unternehmung fortzuführen, aufgrund einer positiven Sanierungsfähigkeits- und Sanierungswürdigkeitsanalyse. Darauf aufbauend sollten Sofortmaßnahmen zeitliche Spielräume für den eigentlichen Sanierungsplanungsprozeß schaffen. Nach dem hier vertretenen Grundkonzept ist die **Planung genereller Sanierungsziele** der Ausgangspunkt des Sanierungs-

40 Hahn, D., (1996), S. 45.

41 Vgl. analog z.B. Klein, W., Paarsch, A., (1994), S. 179 ff.

42 Vgl. ähnlich Krystek, U., (1985), S. 584; Wegmann, J., (1987), S. 190. KRYSTEK bezeichnet die Sanierungsplanung im hier gemeinten Zusammenhang auch als Repulsivplanung. Vgl. Krystek, U., (1979), S. 227 ff.

43 Vgl. Sieben, G., Russ, W., (1989), Sp. 1765.

44 Vgl. allgemein Hahn, D., (1996), S. 77.

45 Vgl. Sieben, G., Russ, W., (1989), Sp. 1765.

planungsprozesses. Daran schließen sich die **strategische Sanierungsplanung** sowie die **operative Sanierungsplanung** an. Begleitend erfolgt eine **Ergebnis- und Finanzplanung**, um die realwirtschaftlichen Planungen abzubilden und zu modifizieren. Zudem dient sie als Verhandlungsgrundlage für die Verteilung von Werten und für notwendige Anspruchsanpassungen. Die einzelnen Teilplanungen gliedern sich jeweils in die Phasen des allgemeinen Planungsprozesses (vgl. hierzu auch Abbildung 3.5).

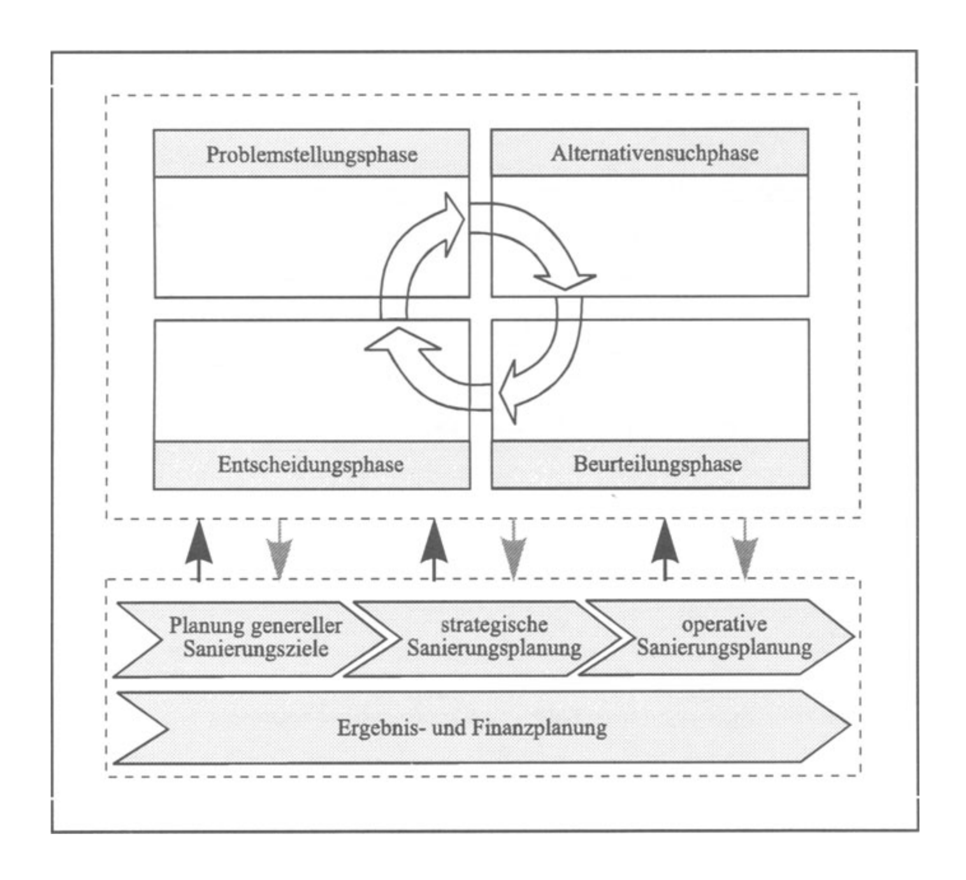


Abbildung 3.5: Sanierungsplanung als Prozeß

Das Ergebnis der einzelnen Planungsprozesse sind Sanierungs(teil)pläne, die in ihrer Gesamtheit und nach ihrer Abstimmung den Sanierungsplan bilden (vgl. Abbildung 3.6). Der beschriebene Planungsprozeß sollte indes nicht als starres Phasenschema aufgefaßt werden. Vielmehr ergeben sich **in der Praxis** Rückkoppelungen im Verlauf des Planungsprozesses z.B. dadurch,

daß Schwierigkeiten oft erst in späteren Phasen deutlich werden. Zudem treten bei der Realisation der im Sanierungsplan festgelegten Maßnahmen in aller Regel große Umsetzungsprobleme auf.[46] Damit wird auch ein **grundsätzliches Problem der Sanierungsplanung** deutlich: Sie steht in einem Spannungsfeld zwischen notwendigerweise **anspruchsvollen Zielen** ohne Planungsreserven einerseits und dadurch resultierenden **Problemen bei der Planumsetzung** andererseits.

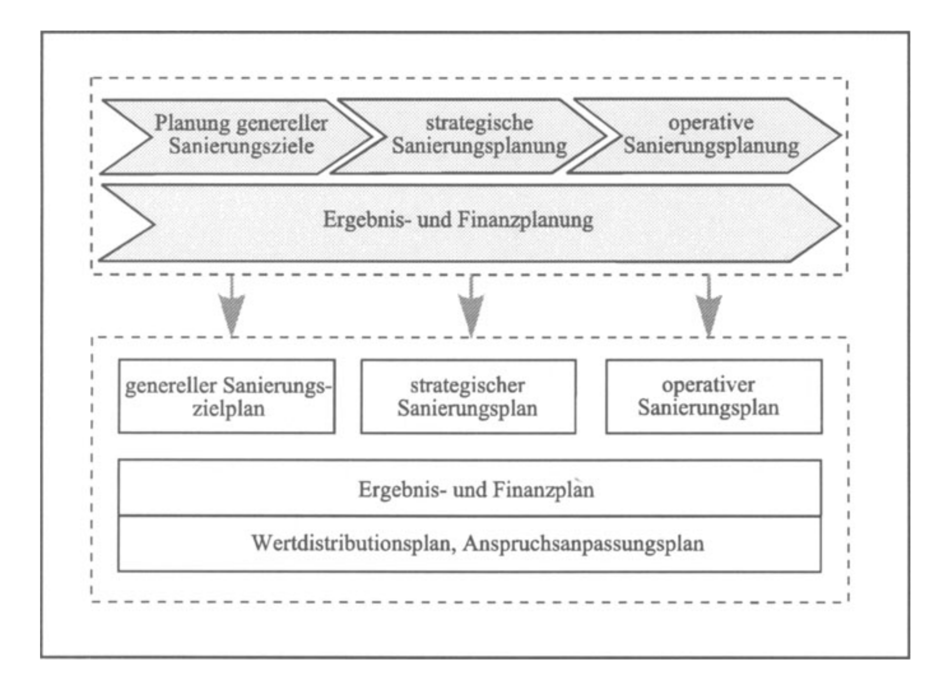


Abbildung 3.6: Sanierungsplan als Ergebnis des Sanierungsplanungsprozesses

Träger der Sanierungsplanung außerhalb des Insolvenzrechts ist formal die **oberste interne Unternehmungsführung**, also Geschäftsführung oder Vorstand,[47] die in größeren Unternehmungen durch Führungs(ge)hilfen unterstützt wird. Darüber hinaus findet meist eine Einflußnahme externer Interessengruppen und ihrer Vertreter auf die Sanierungsplanung statt.[48] So werden in aller Regel externe Berater hinzugezogen, die betriebswirtschaftliches und juris-

46 Vgl. Baur, W., (1979), S. 119.

47 Vgl. Schmiedel, E., (1984), S. 391.

tisches Expertenwissen einbringen und für eine Entlastung der Unternehmungsführung sorgen können.[49] Ihnen wird von relevanten Interessengruppen zudem eine größere Objektivität bei der Unternehmungsanalyse und Sanierungsplanung zugebilligt.[50] Das Ergebnis des Sanierungsplanungsprozesses verbleibt dennoch immer im Verantwortungsbereich der Unternehmungsführung, die den Sanierungsplan intern und extern zu vertreten hat.

Da der Sanierungsplan vielfach eine Reduzierung der Mitarbeiter und eine Änderung der Arbeitsbedingungen beinhaltet, muß **in der Praxis** ein **komplexes System arbeitsrechtlicher Regelungen** berücksichtigt werden, in dem speziell das Betriebsverfassungsrecht, das Kündigungsschutzrecht, das Arbeitsvertragsrecht sowie das Arbeitsförderungsrecht eng ineinandergreifen. Der Betriebsrat und Wirtschaftsausschuß besitzen nach den Generalklauseln §§ 106, 111 BetrVG umfassende Informations-, Beratungs- und Zustimmungsrechte.[51] Zudem muß das Ergebnis des Sanierungsplanungsprozesses von denjenigen weiteren Interessenten gebilligt werden, in deren Rechte eingegriffen wird. So lehnen oftmals Gläubiger der Unternehmung den Sanierungsplan ab oder fordern Modifikationen, wodurch sie Rückkoppelungen im Planungsprozeß auslösen.[52] Falls eine Einigung nicht möglich ist, kann versucht werden, den Sanierungsplan in einem insolvenzrechtlichen Verfahren durchzusetzen. Aus dem Sanierungsplan außerhalb des Insolvenzrechts wird so ein Sanierungsplan im Rahmen eines insolvenzrechtlichen Verfahrens.

Der Sanierungsplanungsprozeß ist zwingend um Steuerungs- und Kontrollprozesse zu ergänzen. Zur **Steuerung** des Sanierungsprozesses sind speziell Realisierungsfristen vorzugeben und eine personelle Maßnahmenzuordnung vorzunehmen.[53] Auch können bereits in Verbindung mit der Sanierungszielplanung **Meilensteine**, detaillierte **Zeitpläne** und zeitlich definierte **Kontrollen** festgelegt werden.[54] Es ist möglich, diese als „*feed back*" (Vergleich von Soll- und Istgröße) oder „*feed forward*" (Vergleich von Soll- zu Wirdgrößen) Kontrollen durchzuführen, um die Ergebnisse auf neue Planungsprozesse einwirken zu lassen.[55]

---

49 Vgl. Jaeger, H.-G., (1982), S. 30 f.; Berger, R., (1988), S. 803; Schmiedel, E., (1984), S. 390 f.; Dörner, D., (1992), S. 213 f.

50 Vgl. Dörner, D., (1992), S. 214.

51 Vgl. die detaillierten Ausführungen bei Picot, G., (1995), S. 352 ff.

52 Vgl. z.B. Silver, A. D., (1992), S. 9.

53 Vgl. Schimke, E., (1985), S. 33.

54 Vgl. z.B. Zuberbühler, M., (1988), S. 33.

55 Vgl. dazu Hahn, D., (1993), Sp. 3188.

3.3.2 Sanierungsplanung als System

Unternehmungssanierungen gehören zu den komplexesten und schwierigsten betriebswirtschaftlichen Führungsaufgaben. Werden die verschiedenen zu erfüllenden Planungsaufgaben bzw. Planungsprozesse unter Berücksichtigung ihrer unterschiedlichen Inhalte und ihrer wechselseitigen Abhängigkeiten in Beziehung gesetzt, so kann man von einem **Sanierungsplanungssystem** sprechen. **Resultate** dieser Planungsprozesse sind Planinformationen, die im **Sanierungsplan** zusammengefaßt werden. Dieser besteht aus Teilplanungskomplexen/Teilplänen, die als Systemelemente des Sanierungsplanungssystems in enger informationeller Beziehung stehen.[56] Der **Gesamt-Sanierungsplan** ist damit eine zielgerichtete **Gesamtheit von Ziel-, Maßnahmen und Werteplänen, zwischen denen spezifische Beziehungen bestehen**. Er beinhaltet den umfassenden Entwurf einer Unternehmungssanierung und wird oft auch **Sanierungskonzept** genannt.[57] Er ist der eigentliche Kern eines Sanierungsprozesses.[58]

Aufbauend auf dem vorgestellten Ansatz von HAHN soll nachfolgend das **Grundkonzept** eines **Sanierungsplanungssystems** skizziert werden, das sich an den Teilplanungskomplexen der regulären Unternehmungsplanung anlehnt. Es bietet so den Vorteil, ggf. als **Keimzelle** einer **regulären Unternehmungsplanung** dienen zu können und ermöglicht zudem eine Einbindung von Sanierungsaktionen in Maßnahmenbündel auf verschiedenen Ebenen der Unternehmung.

(1) Planung genereller Sanierungsziele[59]

Sie umfaßt die Festlegung aller für die Sanierung einer Unternehmung langfristig relevanten **qualitativen und quantitativen Ziele** bzw., bezogen auf die Unternehmung als Ganzes, die Formulierung einer **neuen Unternehmungskonzeption**. Diese kann nach HAHN in Form von Wert-, Sach- und Sozialzielen beschrieben werden. Während generelle Wertziele die wichtig-

---

56 Vgl. Krystek, U., (1985), S. 595. Auf eine Differenzierung zwischen Planungssystem als zielorientierte Gesamtheit von Planungsprozessen (-trägern) und Plansystem als zielorientierte Gesamtheit von Plänen, zwischen denen spezifische Beziehungen bestehen, wird hier verzichtet. Vgl. dazu allgemein Hahn, D., (1996), S. 77 f.

57 Vgl. Klein, W., Paarsch, A., (1994), S. 177 ff.; Jaeger, H.-G., (1986), S. 31; Schmiedel, E., (1984), S. 391 ff.; Schaaf, W. A., (1990), S. 450; Braun, E., (1989), S. 684.

58 Vgl. Baur, W., (1979), S. 94. JAEGER spricht von einem „roten Faden für alle Maßnahmen." Jaeger, H.-G., (1986), S. 31. Vgl. zur Notwendigkeit eines Sanierungskonzeptes z.B. Schaaf, W. A., (1990), S. 456; Baur, W., (1979), S. 93 ff.

59 Vgl. ausführlich Kapitel 6 dieser Arbeit.

sten Ergebnis- und Liquiditätsziele umfassen, werden durch generelle Sachziele angestrebte Tätigkeitsfelder bzw. Branchen und Leistungsarten der Unternehmung nach einer erfolgten Sanierung beschrieben. Generelle Sozialziele legen zukünftige Zustände und Verhaltensweisen gegenüber den Bezugsgruppen, speziell gegenüber den Mitarbeitern der Unternehmung, im Verlauf des Sanierungsprozesses fest. Die formulierten Leitlinien für die Unternehmungsentwicklung werden **in der Praxis** vielfach als Zielkonzentrat in Form einer **Sanierungsvision** und konkreter als **Sanierungsleitbild** ausgedrückt.[60]

(2) Strategische Sanierungsplanung

Inhalt der strategischen Sanierungsplanung ist die systematische gedankliche Vorwegnahme von Sanierungsstrategien. Strategische Sanierungsplanungen erfolgen dabei stets **problemorientiert im Hinblick auf identifizierte Krisenursachen**. Sanierungsstrategien lassen sich grundsätzlich in zwei verschiedene Kategorien differenzieren:

- **Effizienzorientierte Sanierungsstrategien**. Sie versuchen effizienzorientiert mit Hilfe von Kostenreduzierungen und Vermögensverminderungen (Desinvestitionen) die Existenz der Unternehmung zu sichern.

- **Entrepreneurorientierte Sanierungsstrategien**. Sie beinhalten **erstens** Versuche zur Erhöhung des Umsatzes (z.B. durch die Einführung neuer Produkte, verstärkte Marketinganstrengungen, Einführung niedrigerer Verkaufspreise, etc.). **Zudem** können sie auf einer Produkt/Markt-Refokussierung beruhen.

Kern der strategischen Sanierungsplanung ist demzufolge die **Geschäftsfeldplanung**, die entrepreneurorientiert in der Regel eine Selektion einzelner Geschäftsfelder, ihre Refokussierung sowie die Planung notwendiger Sach- und Humanpotentialanpassungen vornimmt. Entrepreneurorientierte Sanierungsstrategien müssen jedoch problem- und krisenursachenorientiert durch primär effizienzorientierte Sanierungsstrategien ergänzt werden, was zunächst im Rahmen der Planung grundlegender **Funktionsbereichs**- und **Regionalstrategien** erfolgen kann. Eine **Organisationsplanung** sichert die (aufbau-) organisatorische Anpassung an geplante Geschäftsfeldstrategien und im Rahmen der **Rechtsstrukturplanung** erfolgen z.B. Entschei-

60 Vgl. Dörner, D., (1992), S. 208; Peemöller, V. H., Weigert, S. J., (1995), S. 2314 f.

dungen hinsichtlich der Beteiligungsstruktur oder der Gründung einer Fortführungsgesellschaft. Die **Führungssystemplanung** beinhaltet erstens Entscheidungen hinsichtlich der Implementierung eines Führungskräfte- und ggf. Mitarbeiter-Anreizsystems. Ihre Ausgestaltung ist von zentraler Bedeutung für den Charakter des Sanierungsprozesses. Zudem hat in jedem Fall die Planung einer **Informations- und Kommunikationsstrategie** für interne und externe Interessengruppen zu erfolgen.[61] Da im Rahmen einer Unternehmungssanierung vielfach ein umfangreicher Führungskräftewechsel stattfindet, müssen neue Führungskräfte und spezialisierte Krisenmanager attrahiert werden. Hierfür schafft die **Führungskräfteplanung** die Voraussetzung, indem sie generelle Vorgehensweisen hinsichtlich der Beschaffung und der Freisetzung von Führungskräften formuliert.

Unternehmungssanierungen und Sanierungsstrategien sind stark vom jeweiligen Einzelfall geprägt. Jedoch reichen in den meisten Fällen effizienz- oder entrepreneurorientierte Sanierungsstrategien allein nicht aus, um die Existenz akut krisenhafter Unternehmungen langfristig zu sichern. Vielmehr müssen in aller Regel Sanierungsstrategien vom Typ „Kostensenker" und entrepreneurorientierte Sanierungsstrategien vom Typ „Visionär" ineinandergreifen.

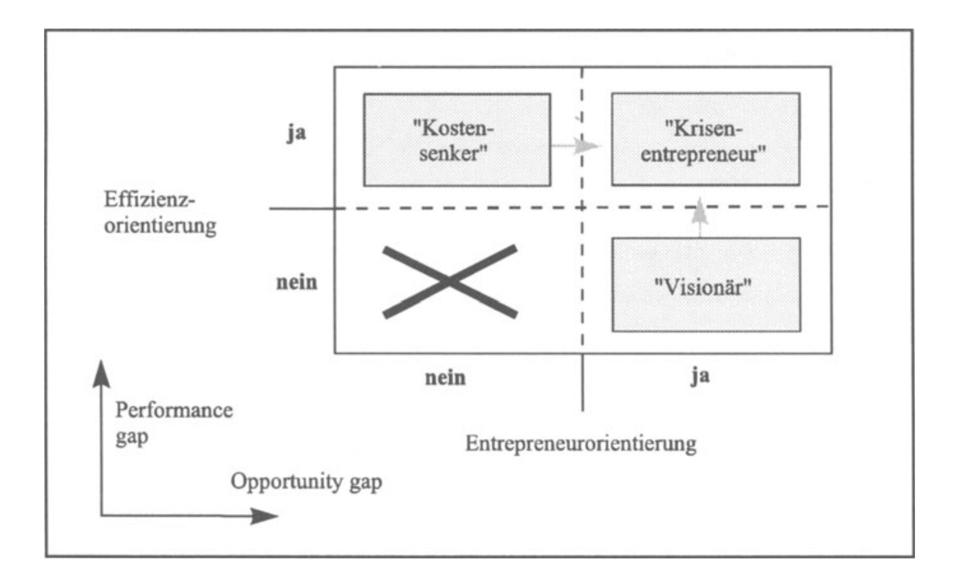


Abbildung 3.7: Charakter von Sanierungsstrategien

61 Vgl. z.B. Zuberbühler, M., (1988), S. 35; Schröder, J., (1985), S. 138 und 142 ff.; Napp, H., (1990), S. 163 f.

(3) Operative Sanierungsplanung

Im Rahmen dieses Planungskomplexes werden in erster Linie Maßnahmen zum Ausgleich operativer Defizite geplant, die sich auf alle Unternehmungsbereiche beziehen können. Der operativen Sanierungsplanung kommt eine **Doppelfunktion** zu, da sie nicht nur als **Detailplanung** zur Konkretisierung der strategischen Planungen und Umsetzung strategischer Maßnahmen dient, sondern vielmehr selbst partiell als direkte Zielerreichnungsplanung fungiert.[62] **Ausgangspunkt** für operative Sanierungsplanungen sind die im Rahmen der Unternehmungsanalyse identifizierten spezifischen Defizite der Unternehmung. Typische operative Sanierungsplanungen erstrecken sich z.B. auf Rationalisierungsmaßnahmen im Verwaltungsbereich, Maßnahmen zur Steigerung der Produktivität oder Qualität der Produkte, etc. Als Hilfsmittel können **Checklisten** mit Katalogen denkbarer Sanierungsmaßnahmen herangezogen werden, die den Trägern der Sanierungsplanung zur Vollständigkeitskontrolle dienen.[63] Diese, überwiegend aus der praktischen Erfahrung entstandenen Kataloge, haben als heuristischer Fundus auch für wissenschaftliche Untersuchungen eine nicht geringe Bedeutung.[64]

(4) Integrierte gesamtunternehmungsbezogene Ergebnis- und Finanzplanung

Unternehmungskrisen werden i.d.R. von einer **Störung des finanzwirtschaftlichen Gleichgewichts** in Form einer drohenden Illiquidität oder Überschuldung begleitet. Zudem können Unternehmungskrisen rein finanzwirtschaftlich verursacht sein. Typische Gründe liegen z.B. in einer unzureichenden Eigenkapitalausstattung, in Fehldispositionen bzgl. der zeitlichen Kapitalbindung oder in einer verfehlten Entnahme- bzw. Ausschüttungspolitik. Deshalb muß eine leistungswirtschaftliche Sanierungsplanung immer durch eine finanzwirtschaftliche Sanierungsplanung ergänzt werden. Als Ergebnis- und Finanzplanung werden einerseits alle **Maßnahmen zur finanziellen Sanierung** geplant. Sie bildet andererseits die leistungswirtschaftlichen strategischen und operativen Sanierungsplanungen ab und wirkt modifizierend auf sie ein. Leistungs- und finanzwirtschaftliche Sanierungsplanung müssen demzufolge eng verzahnt erfolgen.

Die **Finanzplanung** beeinflußt die strategischen und operativen Sanierungsplanungen im Hinblick auf das Ziel der Liquiditätssicherung. Sie hat vielfach den Charakter einer dominanten

62 Vgl. Krystek, U., (1979), S. 120.

63 Vgl. z.B. die Arbeiten von Haberland, G., (1975); Baur, W., (1979), S. 126 ff.; Hess, H., Fechner, D., (1991), S. 193 ff.; Krystek, U., Müller, M., (1995), S. 18 ff.

64 Vgl. Witte, E., (1981), S. 17 f.; Sieben, G., Russ, W., (1989), Sp. 1770.

Primärplanung. In aller Regel sind Rückkoppelungen zu den leistungswirtschaftlichen Planungen vonnöten, um die **Liquiditätssicherung** als **unabdingbare Nebenbedingung** zu gewährleisten, d.h. um nicht realisierbare - weil nicht finanzierbare - Aktionsmöglichkeiten auszusondern.[65] Durch die **Ergebnisplanung** erfolgt eine Quantifizierung und zeitliche Strukturierung der Wirkungen der auf die Verbesserung des Unternehmungsergebnisses gerichteten Maßnahmen.[66] Sie verdeutlicht mögliche Entwicklungen einzelner, das Unternehmungsergebnis bestimmender Aufwands- und Ertrags- bzw. Kosten- und Erlösgrößen im Zeitablauf und kann in verschiedenen Szenarien dargestellt werden.

Aufgrund anfallender Verluste und negativer Cash-flows wird jedoch nicht nur die Liquidität der Unternehmung in Frage gestellt. Es wird auch das vorhandene Eigenkapital aufgezehrt, und die Überschuldung der Unternehmung droht. Da akut krisenhafte Unternehmungen in aller Regel einen hohen Verschuldungsgrad aufweisen, besitzt die Planung der Bilanzstruktur im Rahmen einer **Bilanzplanung** eine zentrale Bedeutung. Ihr Ziel ist zunächst, eine bilanzielle Überschuldung zu vermeiden. Zudem erfolgt eine Maßnahmenplanung, z.B. in Form einer Kapitalherabsetzung (und anschließende Erhöhung). Ein weiterer bedeutender Planungskomplex ist die **Investitionsplanung**, da vielfach Investitionen zur Überwindung von Unternehmungskrisen unabdingbar sind. Da diese zu einer Mittelbindung führen, ist der zu erstellende **Investitionsplan** ein zentraler Bestandteil des Ergebnis- und Finanzplans. Vielfach beinhaltet er eine Konzentration auf zentrale Bereiche, da ein höheres Investitionsvolumen nicht finanzierbar ist. Im Rahmen einer **Desinvestitionsplanung** fixierte Maßnahmen beziehen sich typischerweise auf Kapitalfreisetzungen im Umlauf- und Anlagevermögen. So kann das Vorratsvermögen vermindert werden oder im Anlagevermögen werden Gegenstände durch *Sale and Lease-back* Maßnahmen liquiditätssteigernd eingesetzt.

Aufgabe der Sanierungsplanung ist es, den Erfolgsbeitrag von Sanierungsstrategien anhand der erwarteten Wertsteigerung der Unternehmung zu beurteilen, die sich als Barwert aller mit der erwarteten Mindestrendite der Kapitalgeber diskontierten künftigen Cash-flows ergibt.[67] Deshalb ist die **Unternehmungsbewertung integrierter Bestandteil der gesamtunternehmungsbezogenen Ergebnis- und Finanzplanung**. Sie wird benötigt, um die Sanierungs-

---

65 Vgl. Napp, H., (1990), S. 147.

66 Vgl. Schimke, E., (1985), S. 33. „financial projections are indispensable tools for measuring the cost, timing, viability, and upside potential of a turnaround." Quintero, R. G., Timpson, R. D., (1991), S. 303.

67 Vgl. Coenenberg, A. G., Fischer, T. M., (1993), S. 10; Braun, E., (1989), S. 689.

würdigkeit der Unternehmung zu beurteilen und denjenigen Sanierungsplan auswählen zu können, der den höchsten Fortführungswert erwarten läßt.[68] Die Sanierungsplanung muß zudem die **Auswirkungen** für diejenigen Interessengruppen **darstellen**, von denen eine **Anspruchsverminderung** gefordert wird und deren Zustimmung obligatorisch ist. So können z.B. Gläubiger im Rahmen eines sog. „freiwilligen Vergleichs" außergerichtlich einen teilweisen oder vollständigen Erlaß von Zins- und Tilgungszahlungen bzw. deren Stundung vereinbaren. Genauso können im Sanierungsplan Anspruchsanpassungen von anderen Interessengruppen festgelegt werden, z.B. in Form von Lohnkürzungen. Diese Darstellung kann im Rahmen der Ergebnis- und Finanzplanung oder in einem zusätzlichen Teilplanungskomplex erfolgen. Die Sanierungsplanung als System zeigt zusammenfassend Abbildung 3.8.

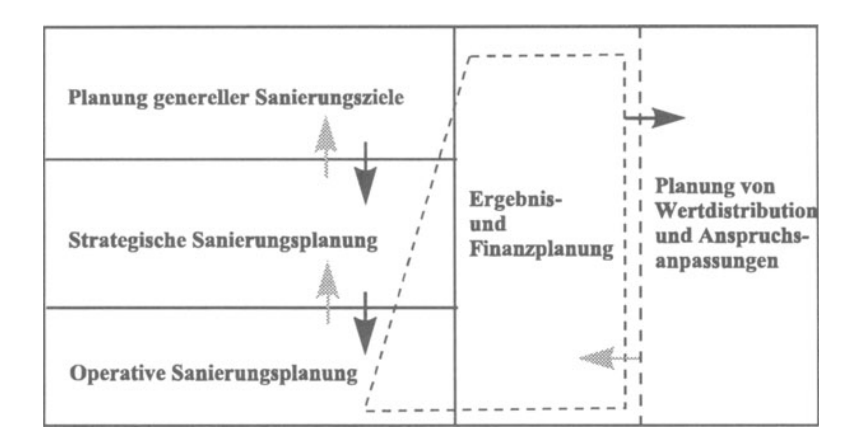


Abbildung 3.8: Sanierungsplanung als System

3.3.3 Anforderungen an die Sanierungsplanung

Sanierungsplanungen zählen zu den schwierigsten betriebswirtschaftlichen Planungsaufgaben. Dies spiegelt sich in den hohen **Anforderungen** wider, denen sie genügen müssen. Zu ihrer Kennzeichnung soll an den systemorientierten Sanierungsplanungsbegriff angeknüpft und die zu stellenden Anforderungen direkt aus dem Systembegriff und Systemzweck abgeleitet werden.[69] Die Systemelemente der Sanierungsplanung müssen demnach nachfolgenden Anforderungen genügen:

---

68 Vgl. z.B. Werbalowsky, J. I., (1991), S. 50 ff.

69 Vgl. zu den allgemeinen Anforderungen an Planungssysteme Hahn, D., (1996), S. 79 ff.

(1) Zielbezogenheit

Aufbauend auf dem generellen Imperativ der **Existenzsicherung** bedeutet Zielbezogenheit der Sanierungsplanung, daß sich die einzelnen Teilplanungen und Teilpläne von den oberen Sanierungszielen ableiten lassen und in diese einmünden müssen. Wird das Oberziel einer Sanierung darin gesehen, die Vernichtung von **Unternehmungswert** zu beenden und die Schaffung neuer Werte einzuleiten, so muß die Sanierungsplanung ein **unternehmungswertorientiertes Entscheiden und Handeln** unter Beachtung anderer Ziele **erlauben**. Dies bedeutet zunächst, daß einzelne Maßnahmen möglichst hinsichtlich ihrer prognostizierten Wirkung auf den Unternehmungswert zu ordnen sind, um eine Zuordnung begrenzter finanzieller Ressourcen zu ermöglichen.[70] Die Sanierungsplanung hat ferner Zielsetzungen und Zielerreichungsmöglichkeiten zu veranschaulichen und **realistisch** bzw. **realisierbar** zu sein. Dafür muß sie jedoch nicht nur die Realisierbarkeit geplanter Maßnahmen immer wieder hinterfragen.[71] Vielmehr bedeutet „Realisierbarkeit" zugleich, daß der Sanierungsplan **konsensfähig** sein muß, indem ein Interessenausgleich zwischen den Beteiligten herbeigeführt wird.[72]

(2) Gesamtheit, Vollständigkeit

Aufgrund wechselseitiger Abhängigkeiten sind durch die Sanierungsplanung **alle wesentlichen Maßnahmen**, ihre **Risiken** und **Verflechtungen** innerhalb der Unternehmung und zum Umsystem ex-ante abzubilden und alle relevanten Informationen zu verarbeiten.[73] Transparent und **nachvollziehbar** abzubilden sind insbesondere geplante **Wirkungen** auf Ergebnis, Unternehmungswert und Liquidität. Um den **Informationswert** des Sanierungsplans zu gewährleisten und es den Interessengruppen der Unternehmung zu ermöglichen, sich über ihre Sanierungswürdigkeit eine Meinung zu bilden, ist die **Dokumentation der Annahmen**, auf denen die Sanierungsplanung basiert, eine zentrale Anforderung, der ein Sanierungsplan genügen muß. Die Forderung der Vollständigkeit wird auf der anderen Seite dadurch **relativiert**, daß sich inhaltlich speziell die kurzfristigen Planungen, im Sinne einer **Konzentration, auf die wesentlichen Problemkreise** beschränken müssen.[74]

---

[70] Vgl. Groß, P. J., (1988), S. 76.

[71] Zu vermeiden sind unbegründete, bzw. „herbeigeplante" Steigerungen von Umsatz- und Rentabilitätsgrößen, die als „Hockeyschläger-Effekt" bezeichnet werden. Vgl. Hax, A. C., Majluf, N. S., (1991a), S. 28 und ferner Groß, P. J., (1988), S. 210.

[72] Vgl. Schmidt, R. H., (1984), S. 736; Groß, P. J., (1988), S. 153.

[73] Vgl. ähnlich Dörner, D., (1992), S. 215; Peemöller, V. H., Weigert, S. J., (1995), S. 2312.

[74] Vgl. z.B. Groß, P. J., (1988), S. 152.

(3) Inhalt, Ausmaß, zeitlicher Bezug

Bei der Festlegung der Ziel-, Maßnahmen- und Wertepläne nach Inhalt, Ausmaß und Zeitbezug bestehen bei einer Sanierungsplanung erhebliche Probleme, da nicht von **Erfahrungswerten** über frühere Strukturen ausgegangen werden kann und einzelne Teilplanungen bzw. Teilpläne **mit hohen Risiken behaftet** sind. Von besonderer Bedeutung ist der **zeitliche Bezug** der Sanierungspläne. Sie sind als kurzfristige, z.B. als wöchentliche Liquiditätsplanungen, als mittelfristige und als langfristige Planungen vorzunehmen, wobei gegenüber regulären Planungen mit gleichen Planungsgegenständen oftmals kürzere Planungszeiträume relevant sind. Vordringlich ist ferner die **zeitliche Prognose** der durch die Planungen induzierten **Wirkungen** hinsichtlich Ergebnis und besonders der Liquidität[75] sowie, speziell für strategische Planungen, die Festlegung von **Meilensteinen** für **strategische Kontrollen**.

(4) Integration

Ziel-, Maßnahmen und Wertepläne müssen zielorientiert in Beziehung gesetzt werden, wobei eine Abstimmung aller Teilplanungen **soweit wie möglich simultan** erfolgen sollte. Da jedoch eine simultane Abstimmung aller Sanierungsplanungen praktisch unmöglich ist, erfolgt **hilfsweise eine sukzessive Abstimmung** der einzelnen Sanierungsplanungen und Sanierungspläne, wobei die **Ergebnis-** und speziell die **Finanzplanung** meist als **dominante Primärplanung** fungiert.[76] Von besonderer Relevanz ist demzufolge die **Abstimmung** der Ziel- und Maßnahmenplanungen **mit den verfügbaren (Finanz)Ressourcen** sowie mit weiteren Restriktionen (z.B. Marktsituation, Gesetzgebung).[77] Zudem muß eine Abstimmung der Planungen auf verschiedenen Hierarchieebenen der Unternehmung erfolgen. Dies kann dadurch erreicht werden, daß Mitglieder mindestens zweier Führungsebenen Ziel- und Zielerreichungsvorstellungen nach dem Gegenstromprinzip kombiniert retrograd-progressiv festlegen und auf diese Weise eine inhaltliche Konkretisierung bzw. Detaillierung der Ziel- und Maßnahmenplanungen vornehmen. Dabei ist eine möglichst hohe **Akzeptanz** der Planungen bei den beteiligten Personen anzustreben.[78]

---

75 Vgl. Schimke, E., (1985), S. 29; Sieben, G., Russ, W., (1989), Sp. 1769.

76 Vgl. zur Unterscheidung von simultaner und sukzessiver Planung sowie zu deren Kennzeichnung Hahn, D., (1996), S. 81 ff.

77 Vgl. Peemöller, V. H., Weigert, S. J., (1995), S. 2315.

78 Der Sanierungsplan muß den Beteiligten im Sinne zu leistender Überzeugungsarbeit „verkauft" werden. Vgl. Sieben, G., Russ, W., (1989), Sp. 1769.

(5) Flexibilität, Aktualität, Wirtschaftlichkeit

Zeit ist immer ein kritischer Faktor bei der Planung und Durchführung von Unternehmungssanierungen. Aus diesem Grunde steht die Sanierungsplanung unter hohem Zeitdruck und muß **schnell** erfolgen, um ihre Unwirksamkeit dadurch zu vermeiden, daß „Zeitablauf Handlungsmöglichkeiten vernichtet hat." Sanierungspläne müssen demzufolge der Forderung der **Aktualität** genügen. Die Sanierungsplanung muß **flexibel** auf plötzlich auftretende Änderungen im System Unternehmung und im Umsystem angepaßt werden sowie auf Umsetzungsprobleme reagieren können.[79] Dies kann z.B. dadurch erreicht werden, daß Alternativplanungen erstellt werden.[80] Zudem muß sie zu vertretbaren Kosten zu erstellen und damit **wirtschaftlich** sein und darf die Problemlösungskapazität der Unternehmungsführung nicht vollständig absorbieren.

Die obigen Ausführungen idealtypisch zu stellender Anforderungen lassen deutlich werden, daß die Erstellung von Sanierungsplanungen im **Spannungsfeld teilweise konkurrierender Anforderungen** steht. **In der Praxis** sind aus diesem Grunde **erhebliche Tradeoffs** auszubalancieren. Vgl. hierzu auch Abbildung 3.9.

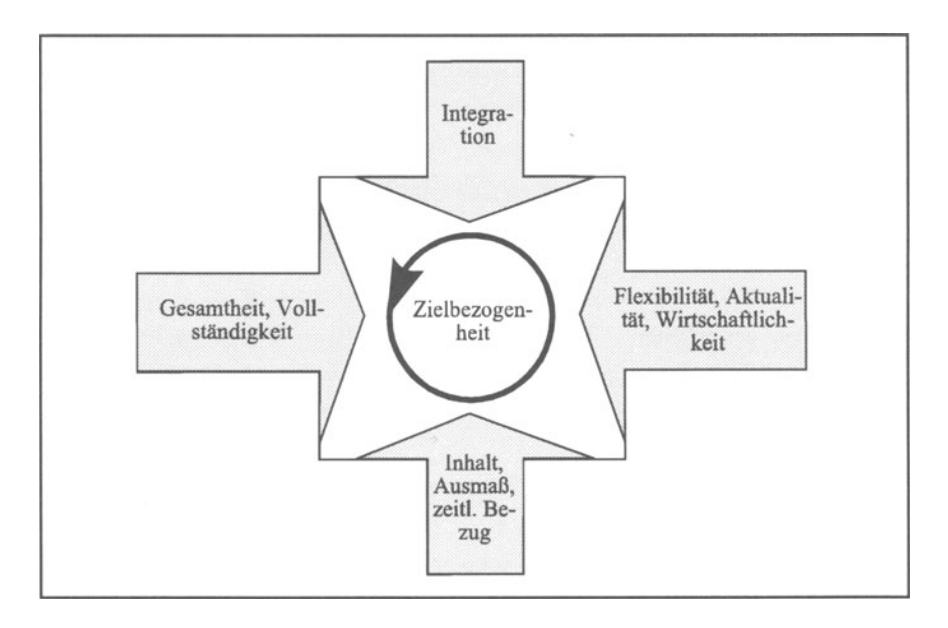


Abbildung 3.9: Anforderungen an die Sanierungsplanung

79 Vgl. Baur, W., (1979), S. 94.

80 Vgl. Weber, P., (1980), S. 119.

3.3.4 Funktionen der Sanierungsplanung

Die Sanierungsplanung hat instrumentellen Charakter. Sie dient bestimmten Zwecken, besitzt spezifische **Funktionen**. Diese entsprechen grundsätzlich jenen Funktionen, die allgemein der Unternehmungsplanung zugeschrieben werden.[81] Gleichwohl haben diese Funktionen im Rahmen einer Sanierungsplanung eine spezifische Bedeutung.

Unternehmungssanierungen benötigen ein geplantes Vorgehen, um Risiken und Chancen systematisch erkennen zu können. Die Funktion der **Risiko-** und **Chancenerkennung** ist deshalb besonders herauszuheben, da die Gefahr besteht, daß sich nicht berücksichtigte Risiken akut systemgefährdend auswirken und unbedingt sicherzustellen ist, daß die wenigen verbliebenen Chancen genutzt werden. Durch das systematische Durchdenken verschiedener Szenarien wirkt die Sanierungsplanung **flexibilitätserhöhend** und zeigt Handlungsspielräume auf. Die Funktion der **Zielorientierung** und **Koordinierung** bedeutet die Möglichkeit einer Abstimmung verschiedener Sanierungsmaßnahmen, Sanierungsstrategien, Termine, Ressourcen sowie Interessen im Hinblick auf das Oberziel einer Unternehmungssanierung - der Existenzsicherung der Unternehmung als rechtlich selbständige Wirtschaftseinheit. Die Sanierungsplanung dient auf diese Weise als Richtschnur für sämtliche Sanierungsmaßnahmen.

Die Sanierungsplanung wirkt durch eine Identifizierung, Strukturierung und Priorisierung der verschiedenen Entscheidungsaufgaben zudem **komplexitätsreduzierend** und führt zu einer Erhöhung der Transparenz hinsichtlich einzelner Ziele, Zielerreichungsmöglichkeiten und ihrer Abhängigkeiten. Damit bildet die Sanierungsplanung auch die **Grundlage für die Beurteilung der Sanierungswürdigkeit** einer Unternehmung.[82] **Allein auf dieser Basis** können die Effekte finanz- und leistungswirtschaftlicher Sanierungsaktivitäten prognostiziert und der Fortführungswert der Unternehmung ermittelt werden, der dann mit ihrem Liquidationswert zu vergleichen ist. Auf diese Weise bildet die Sanierungsplanung in letzter Konsequenz die **Grundlage für die Investitionsentscheidungen aller Investoren einer Unternehmungssanierung**.

Der Sanierungsplanungsprozeß und der Sanierungsplan hat ferner eine **Informations- und Argumentationsfunktion**. Er ermöglicht es jedoch nicht nur den am Planungsprozeß Beteiligten einen besseren Informationsstand zu erreichen. Vielmehr können sich diejenigen interessier-

81 Vgl. Kapitel 3.2.3 dieser Arbeit.

82 Vgl. ähnlich Gless, S.-E., (1996), S. 107.

ten Gruppen, denen er zugänglich gemacht wird, mit der Situation der Unternehmung vertraut machen. Zudem dokumentiert der Sanierungsplan i.d.R. geforderte Zugeständnisse. Diese **Dokumentationsfunktion** geht jedoch vielfach über eine bloße Darstellung von Zielen und Zielerreichungsmöglichkeiten hinaus. In fast jedem Fall soll der Sanierungsplan **argumentativ** relevante Interessengruppen der Unternehmung zu einer Beteiligung an der Sanierung bewegen (**Argumentationsfunktion**).[83] Der Sanierungsplan soll damit die Verhandlungsposition des Planungsträgers gegenüber diesen Interessengruppen stärken und sie für eine Sanierung gewinnen, obwohl sie bestehende Ansprüche meist reduzieren müssen.[84] Adressaten des Sanierungsplans können alte und neue Eigenkapitalgeber, Gläubiger, Mitarbeiter und ihre Gewerkschaftsvertreter, staatliche Stellen, Marktpartner und die allgemeine Öffentlichkeit sein.[85] Der Sanierungsplan dient demzufolge als Instrument, diese Gruppen davon zu überzeugen, daß ihre Interessen gewahrt bleiben und die Chance besteht, durch eine Sanierung besser gestellt zu werden als durch eine Liquidation der Unternehmung.[86]

In der Praxis hat besonders die Informations- und Argumentationsfunktion des Sanierungsplans gegenüber den beteiligten **Banken** eine herausragende Bedeutung.[87] Aus ihrer Sicht läßt die Qualität des Sanierungsplans dagegen Rückschlüsse auf die analytisch-planerische Kompetenz und letztlich auf die Qualität des Managements zu.[88] Eine Argumentationsfunktion hat der Sanierungsplan auch dann, falls eine Veräußerung der Unternehmung angestrebt wird. In diesem Fall kann ein überzeugender Sanierungsplan die Verhandlungsposition des Verkäufers argumentativ unterstützen, und der Veräußerungspreis kann ggf. erheblich gesteigert werden.

Kreativitäts- und Motivationsfunktion: Typischerweise müssen im Rahmen einer Unternehmungssanierung die bisherigen Pfade der Unternehmungsentwicklung verlassen und neue,

---

83 Vgl. z.B. Schaaf, W. H., (1990), S. 456.

84 In diesem Sinne führen SHUCHMAN/WHITE aus: „wenn diejenigen, mit denen sie verhandeln, aus der weiteren Existenz ihres Unternehmens mehr Vorteile ziehen, als aus ihrem Ausscheiden aus dem Markt, haben sie einen Hebel zur Verfügung, den sie unbedingt nutzen sollten." Shuchman, M. L., White, J. S., (1995), S. 57.

85 Vgl. beispielhaft Jaeger, H.-G., (1986), S. 32; Groß, P. J., (1988), S. 142; Pümpin, C., Prange, J., (1991), S. 199.

86 Vgl. z.B. Lynn, D. M., Neyland, R. R., (1992), S. 57.

87 Vgl. z.B. Schröder, J., (1985), S. 143 f. und ausführlich Kapitel 3.5.3 dieser Arbeit.

88 Vgl. ähnlich Karsunky, R., (1992), S. 88 f.

„ungewöhnliche" Problemlösungsmöglichkeiten gesucht werden.[89] Von der Einbindung verschiedener Führungskräfte aller Unternehmungsbereiche in den Planungsprozeß sowie der Nutzung kreativitätsfördernder Planungstechniken erhofft man sich, daß bisher nicht erkannte Lösungsmuster gefunden werden. Ob kreative Problemlösungen gefunden werden, hängt dabei stark von der Ausgestaltung des Planungsprozesses ab. Durch die Sanierungsplanung soll zudem die **Motivation** der Mitarbeiter gestärkt, bestehende Unsicherheiten gemindert[90] sowie Anreize geschaffen werden, die im Rahmen der Planung operationalisierten Ziele zu erreichen. **In der Praxis** atmen Mitarbeiter vielfach auf, wenn klare Schritte zur Sanierung der Unternehmung vorgestellt und glaubwürdig kommuniziert werden. Vgl. Abbildung 3.10.

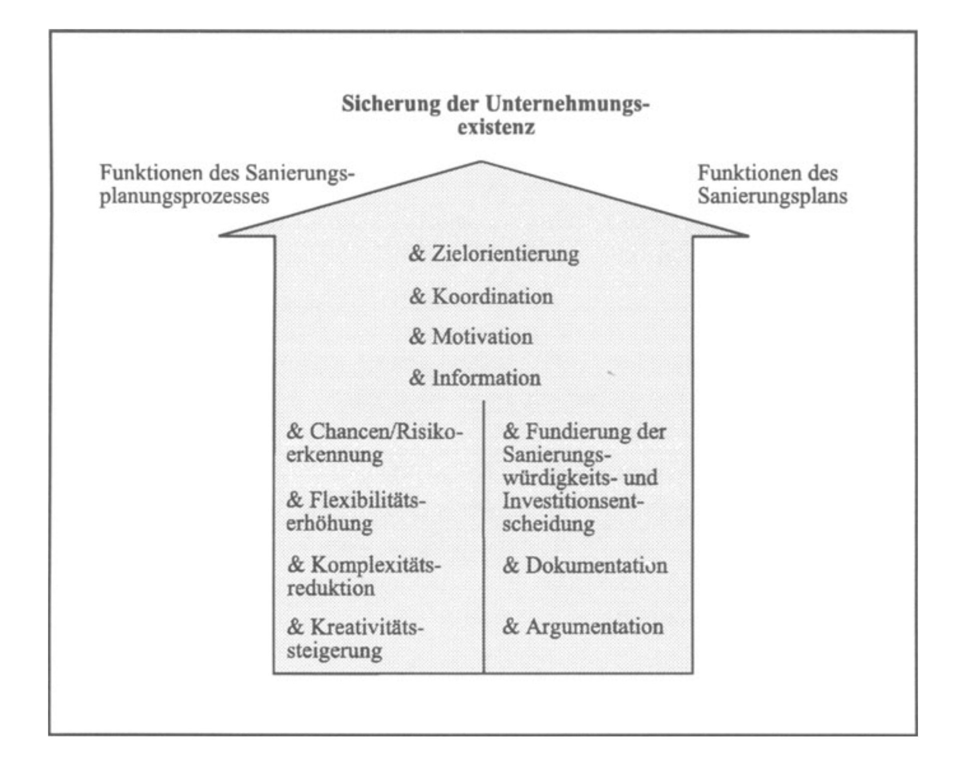


Abbildung 3.10: Funktionen der Sanierungsplanung

89 Vgl. dazu z.B. Lippincott, P. E., (1990), S. 300.

90 Vgl. zur Motivationsfunktion des Sanierungsplans z.B. Psotta, M., (1994), S. 13; Baur, W., (1979), S. 93; Jaeger, H.-G., (1986), S. 32; Schröder, J., (1985), S. 142.

3.3.5 Sanierungsplanung als strategische Führungsaufgabe

Wird **Planung**, interpretiert als Entscheidungsprozeß zur Gestaltung künftigen Geschehens,[91] um Steuerungs- und Kontrolltätigkeiten ergänzt, so spricht man von einem Führungsprozeß. Führungsentscheidungen sind erfolgskritisch und unter Ungewißheit zu fällen, was sie von Ausführungsentscheidungen unterscheidet.[92] Sie werden jedoch erst dann zu **strategischen Führungsentscheidungen**, falls folgende weitere **Merkmale** vorliegen.[93] Strategische Führungsentscheidungen sind danach:

- von besonderer Bedeutung für die Vermögens- und/oder Erfolgsposition der Unternehmung,
- nur aus dem Gesamtzusammenhang der Unternehmung handhabbar,
- grundsätzlich nur von der obersten Unternehmungsführung und/oder ihren vorgeschalteten Willensbildungszentren zu fällen und zu überwachen,
- von langfristiger Bedeutung und relativ selten,
- unter besonderer Beachtung der (bereits bestehenden) Unternehmungsphilosophie und Unternehmungskultur zu fällen.

Viele Entscheidungen im Rahmen einer Unternehmungssanierung sind in diesem Sinne „echte" Führungsentscheidungen mit oftmals hochgradig strategischem Charakter.[94] Die planerisch-strategischen Aufgaben sollten jedoch um normative Führungsaufgaben, speziell um eine Gestaltung von **Unternehmungsphilosophie** und **Unternehmungskultur**, ergänzt werden. Diesen Aspekten der Führung im Rahmen von Unternehmungssanierungen wird in Theorie und Praxis eine hohe Relevanz eingeräumt:[95] „Je umfassender die angestrebte Neuausrichtung in den Sachkonzepten einer Unternehmung ist, desto umfassender müssen auch die Investitionen in die Verhaltensdimension sein."[96]

---

91 Vgl. Hahn, D., (1993), Sp. 3185.

92 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 39.

93 Vgl. Hahn, D., (1990), S. 36. Vgl. auch Gutenberg, E., (1983), S. 134 ff.; Mellerowicz, K., (1976), S. 92 f. MELLEROWICZ nennt explizit die Unternehmungssanierung als typische unternehmungspolitische Entscheidung. Vgl. Mellerwicz, K., (1976), S. 93.

94 Vgl. Müller, R., (1986), S. 49.

95 Vgl. dazu aus der Literatur Krystek, U., (1989a), S. 186 ff.; Söhnchen, R., (1992), S. 189 ff.; Pümpin, C., Prange, J., (1991), S. 189 f. Vgl. zu diesem Aspekt aus der Sanierungspraxis: Antrecht, R., (1995), S. 76 ff.; Reutner, F., (1991), S. 59 ff; Zuberbühler, M., (1988), S. 33.

96 Müller-Stewens, G., (1994), S. 25.

Die Unternehmungskultur wirkt bei Unternehmungssanierungen einerseits als „unsichtbare Barriere", weil ein unternehmungskulturell festgefügtes (Fehl-)Verhalten zu einer Behinderung der Sanierungsmaßnahmen führen kann.[97] Auf der anderen Seite verliert sie tendenziell an Stabilität, da die durch Symbole vermittelten, erfahrungsgebundenen Sinnzusammenhänge zwischen Vergangenheit und Gegenwart oftmals gestört sind, was Identifikations- und Motivationsdefizite zur Folge hat. Damit sind Unternehmungskrisen stets zugleich Kulturkrisen. **Unternehmungssanierungen sind** jedoch nicht nur **kulturgeprägt** sondern selbst hochgradig **kulturprägend**, indem die Vorgehensweise bei der Unternehmungssanierung als unternehmungsgeschichtliches Ereignis die spätere Unternehmungskultur beeinflußt. Zusammenfassend ist damit die bereits vorgestellte Grundkonzeption der Sanierungsplanung in den erweiterten Rahmen der strategischen Führung zu stellen. Vgl. dazu Abbildung 3.11.

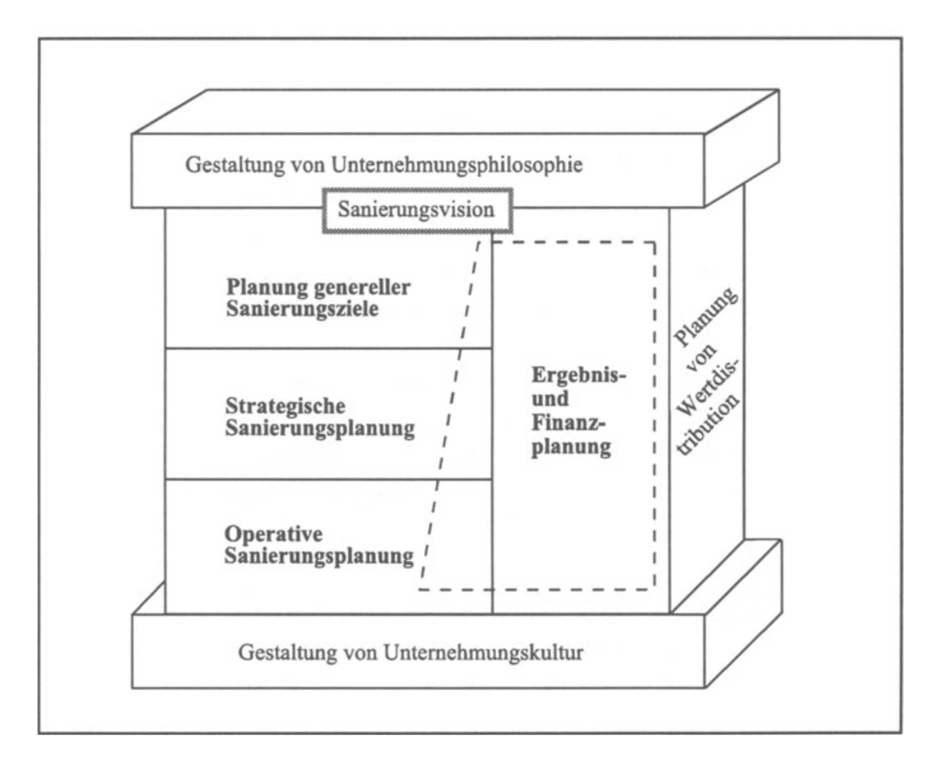


Abbildung 3.11: Sanierungsplanung als strategische Führungsaufgabe

97 Vgl. Steinle, C., Eggers, B., ter Hell, A., (1994), S. 132.

3.4 Sanierungsplanung im Rahmen des neuen deutschen Insolvenzrechts

3.4.1 Grundsätzliches

Mit der **neuen Insolvenzordnung** (InsO) wird das - aus dem US-amerikanischen Recht bekannte - **Rechtsinstitut des Sanierungsplans** auch im deutschen Insolvenzrecht eingeführt. Die Möglichkeit zur Erstellung eines Sanierungsplans ist aus betriebswirtschaftlicher Sicht die wesentlichste Änderung des neuen Insolvenzrechts, das nach langer politischer und wissenschaftlicher Diskussion am 18. Oktober 1994 im Bundesgesetzblatt veröffentlicht wurde. Mit Inkrafttreten zum 1. Januar 1999 wird es sowohl die alte - auf das Jahr 1877 zurückgehende - Konkursordnung (KO) als auch die Vergleichsordnung (VerglO) von 1935 ersetzen. Zugleich wird die nur in den neuen Bundesländern gültige Gesamtvollstreckungsordnung (GesO) von 1991 außerkrafttreten und auf diese Weise wieder ein einheitliches Insolvenzverfahren im gesamten Bundesgebiet geschaffen.

Die neue Insolvenzordnung soll dem aus betriebswirtschaftlicher Sicht größten Problem des alten Regelungswerks dahingehend abhelfen, daß eine bisher zu beobachtende, wertvernichtende „**Konkurs- und Zerschlagungslastigkeit**" zugunsten der Möglichkeit einer „marktwirtschaftlich sinnvollen Sanierung"[98] bzw. **Fortführung** der Unternehmung korrigiert wird.[99] Auf einen gesetzlichen Typenzwang im Rahmen des Insolvenzverfahrens, insbesondere auf ein normatives Sanierungsleitbild, wurde vom Gesetzgeber jedoch ausdrücklich verzichtet.[100]

Dennoch ging man von der Einsicht aus, daß ein „modernes, effektives, wirtschaftsnahes und zugleich soziales Insolvenzrecht ... praktikable Möglichkeiten vorsehen (muß, A.d.V.), ein insolventes ... Unternehmen vor einer wertezerschlagenden Vernichtung zu bewahren, wenn sich der finanzielle Zusammenbruch durch eine den Gläubigern zumutbare und für die Volkswirt-

---

98 Allgemeiner Teil der Begründung zum Regierungsentwurf der Insolvenzordung, Bundes-tags-Drucksache 12/2443. Hier aus Balz, M., Landfermann, H.-G., (1995), S. 11.

99 Vgl. z.B. Stüdemann, K., (1995), S. 3 f. Darüber hinaus bestand das größte verfahrensrechtliche Problem darin, daß zuletzt fast 75% aller Konkursanträge mangels Masse abgelehnt werden mußten. Vgl. zu dieser Entwicklung z.B. Schmidt, R. H., (1996), S. 199. Diese „Massearmut des Insolvenzverfahrens" führte dazu, daß das Konkurs- und Vergleichsrecht weitgehend funktionslos geworden ist. So sprach KILGER bereits 1975 in diesem Zusammenhang eindrucksvoll vom „Konkurs des Konkurses." Vgl. Kilger, J., (1975), S. 142 ff.; vgl. auch Heilmann, H., Smid, S., (1994), S. 6 f.

100 Vgl. Uhlenbruck, W., (1996), S. 219; Schmidt-Räntsch, R., (1995), S. 35; Gres, J., (1995), S. 153. So ist auch nach § 1 Abs. 1 InsO nicht die Sanierung, sondern die bestmögliche Befriedigung der Gläubiger Ziel des Verfahrens.

schaft tragbare Sanierungslösung vermeiden läßt und die Ertragsfähigkeit ... wiederhergestellt werden kann.“[101]

3.4.2 Stellung des Sanierungsplans im Insolvenzverfahren

Die **Eröffnung** des künftigen Insolvenzverfahrens kann gemäß § 13 InsO auf Antrag des Schuldners oder eines Gläubigers erfolgen. Als **Eröffnungsgrund** wird dabei - ähnlich wie im heutigen Konkursverfahren - am **allgemeinen** Tatbestand der **Zahlungsunfähigkeit** angeknüpft. Nach § 17 Abs. 2 InsO ist ein Schuldner dann zahlungsunfähig, wenn er nicht mehr in der Lage ist, den fälligen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen.[102] Daneben tritt bei juristischen Personen wie bisher die **Überschuldung** als **spezieller** Eröffnungsgrund. Diese liegt laut § 19 Abs. 2 InsO vor, wenn das Vermögen des Schuldners nicht mehr die bestehenden Verbindlichkeiten deckt. Im Falle einer positiven Fortführungsprognose können bei der Vermögensbewertung Fortführungs- statt Liquidationswerte angesetzt werden (§ 19 Abs. 2 InsO).[103] Als neuer Eröffnungstatbestand wird gemäß § 18 InsO die **drohende Zahlungsunfähigkeit** eingeführt. Dieser Eröffnungsgrund setzt allerdings eine Antragstellung durch den Schuldner voraus.

Nach Eingang des Insolvenzantrags prüft das Insolvenzgericht die Zulässigkeit des Ansuchens und kann bereits im Eröffnungsverfahren einen vorläufigen Insolvenzverwalter bestellen, der bis zur Verfahrenseröffnung unter anderem eine Prüfung der Fortführungsaussichten des Verfahrens vorzunehmen hat (§§ 21 Abs. 2 und 22 Abs. 1 Nr. 3 InsO). Falls die Voraussetzungen für die Eröffnung des Insolvenzverfahrens erfüllt sind, d.h. insbesondere eine Deckung der Verfahrenskosten gewährleistet ist (§ 26 InsO), erfolgt ein **Eröffnungsbeschluß**, mit dem der Insolvenzverwalter die Verfügungsbefugnis über das zur Insolvenzmasse gehörende Vermögen des Schuldners übernimmt (§§ 80 Abs. 1 und 148 Abs. 1 InsO).[104] Das Insolvenzgericht kann jedoch **in Ausnahmefällen** auf die **Bestellung eines Insolvenzverwalters verzichten**. Der Schuldner behält dann die Verfügungsbefugnis über sein Vermögen, wird jedoch unter die

---

[101] Uhlenbruck, W., (1983), S. 133; vgl. ähnlich Lambsdorff, O., (1987), S. 811 f.

[102] Vgl. erläuternd Landfermann, H.-G., (1995), S. 1651; Bork, R., (1995), S. 39 ff.; Obermüller, M., Hess, H., (1995), S. 26 f.; Schmidt, R. H., (1984), S. 721 f.

[103] Vgl. Burger, A., Schellberg, B., (1995), S. 228 ff.; Wagner, W., (1995), S. 183 ff.

[104] Der vom Insolvenzgericht bestellte Verwalter kann in der ersten Gläubigerversammlung abgewählt und durch eine andere Person ersetzt werden. Vgl. § 57 InsO.

Aufsicht eines „Sachwalters“ gestellt (§§ 270 - 285 InsO). In beiden Fällen ist spätestens 3 Monate nach Eröffnung des Verfahrens in einem Bericht darzustellen (§ 156 InsO):

- Die **wirtschaftliche Lage** des Schuldners und die Ursachen,
- die **Aussichten** für eine Erhaltung der Unternehmung des Schuldners,
- die Möglichkeit für die Aufstellung eines **Insolvenzplans**,
- die jeweiligen **Auswirkungen** für die Befriedigung der Gläubiger.

Bei diesem „Berichtstermin“ - so der gesetzliche Terminus - , d.h. in der ersten Gläubigerversammlung, erfolgt die grundsätzliche Weichenstellung über das Verfahrensziel (§ 157 InsO). Ab diesem Zeitpunkt können prinzipiell **zwei Wege** zur Verwertung und Verteilung des Schuldnervermögens eingeschlagen werden. Zum einen kann die Gläubigerversammlung mit einfacher Mehrheit - berechnet nach Forderungssummen - eine **Zwangsverwertung und -verteilung** nach den entsprechenden gesetzlichen Vorschriften beschließen. Alternativ besteht die Möglichkeit zur **Erarbeitung eines Insolvenzplans**. Dieser kann nach Auftrag der Gläubigerversammlung **durch den Insolvenzverwalter** (§ 157 InsO) oder **durch den Schuldner** erstellt werden.[105] Der Insolvenzplan ist als ein universelles **Instrument zur Masseverwertung** zu verstehen, mit dem die Gläubiger, ohne an die Verwertungsvorschriften der InsO gebunden zu sein, jede Art der Haftungsverwirklichung beschließen können, um das Vermögen des Schuldners - zu ihrem Vorteil - auf wirtschaftlich effektive Weise einzusetzen.

Allgemein wird vermutet, daß die überwiegende Anzahl der Insolvenzverfahren auf der Basis eines Insolvenzplans abgewickelt werden wird, da - speziell bei größeren Insolvenzen - regelmäßig mehrere Verwertungsalternativen gleichzeitig gewählt werden.[106] Diese im Insolvenzplan darzulegenden **Alternativen** können in einer **Liquidation**, einer **Übertragung oder** in einer **Sanierung** der Unternehmung bestehen.[107] Der Insolvenzplan kann damit den Charak-

105 Vgl. § 218 InsO. Die Aussicht auf eine Unternehmungssanierung auf der Basis eines vom Schuldner ausgearbeiteten Insolvenzplans soll diesen dazu veranlassen, frühzeitig und eigeninitiativ einen Insolvenzantrag zu stellen. Vgl. Heilmann, H., Smid, S., (1994), S. 45; Landfermann, H.-G., (1995), S. 1651.

106 Vgl. Melchers, M., (1994), S. 38.

107 Vgl. Uhlenbruck, W., (1996), S. 224. Ist der Insolvenzplan als Liquidationsplan auf die Verwertung und Verteilung der Insolvenzmasse gerichtet, so kann dies beispielsweise derart gestaltet werden, daß ein längerer Zeitraum für die Veräußerung zur Verfügung steht als bei einer sofortigen Zerschlagung. Vgl. Burger, A., Schellberg, B., (1994), S. 1834.

ter eines **Sanierungsplans**, eines **Übertragungsplans** oder **Liquidationsplans** haben und ist der eigentliche rechtliche Rahmen zur Suche, Beschreibung und Auswahl der besten Verwertungsmöglichkeit. Ein **Liquidationsplan** hat das Ziel einer Verwertung des schuldnerischen Vermögens und Verteilung des Ergebnisses auf die Gläubiger. Entscheidet sich die Gläubigerversammlung für die Aufstellung eines **Sanierungsplans**, so wird eine Wiederherstellung der Ertragskraft der schuldnerischen Unternehmung angestrebt, die der Schuldner, der Unternehmungsträger bleibt, zur Befriedigung der Gläubiger zur Verfügung stellt. Im Falle eines **Übertragungsplans** soll die Unternehmung oder wesentliche Teile dagegen an Dritte, zwecks Gläubigerbefriedigung und Sanierung, veräußert werden (sog. „**übertragende Sanierung**"). Der Insolvenzplan ist in jedem Fall dem Insolvenzgericht zur Prüfung vorzulegen und bei Vorliegen der in § 231 InsO dargelegten Tatbestände zurückzuweisen. Vgl. dazu Abbildung 3.12.

Jede Gläubigergruppe hat gesondert über den **Sanierungsplan** abzustimmen. Dieser ist nach § 244 Abs. 1 InsO **dann angenommen**, wenn in jeder Gruppe die einfache Mehrheit der abstimmenden Gläubiger für den Plan gestimmt hat und zweitens die einfache Mehrheit nach Forderungssummen erreicht ist. Falls eine Gläubigergruppe den Plan ablehnt, so sieht das Insolvenzrecht dann eine **Heilungsmöglichkeit** vor, wenn die Gläubiger der ablehnenden Gruppe durch den Plan nicht schlechter gestellt werden, als sie bei einer insolvenzrechtlichen Liquidation der Unternehmung stünden und zusätzlich angemessen an den durch die Sanierung geschaffenen Werten beteiligt werden (sog. „**Obstruktionsverbot**" nach § 245 InsO).[108] In diesem Fall kann das Insolvenzgericht dennoch eine Bestätigung des Sanierungsplans vornehmen. Um einen Vergleich zwischen der Handlungsalternative gemäß Sanierungsplan und einer Liquidation der Unternehmung herbeizuführen sowie um die Wertdifferenz einzelnen Gläubigergruppen zuzuordnen, muß eine **Unternehmungsbewertung** vorgenommen werden.[109]

Neben der Zustimmung des Schuldners (§ 230 Abs. 1 InsO) bedarf der Sanierungsplan immer auch der **Bestätigung durch das Insolvenzgericht**.[110] Diese soll bereits dann verweigert werden, sofern nur ein einziger Gläubiger nachweisen kann, daß er durch den Sanierungsplan schlechter gestellt wird, als er ohne den Plan stünde. Dies gilt auch dann, falls seine Gläubigergruppe dem Insolvenzplan zugestimmt hat. Mit der Rechtskraft der **Planbestätigung** treten

---

108 Vgl. kritisch Uhlenbruck, W., (1994), S. 109; Grub, V., (1995), S. 194.

109 Vgl. Uhlenbruck, W., (1995), S. 196 f.

110 Eine Zustimmung des Schuldners ist nur dann erforderlich, wenn eine Fortführung der Unternehmung vorgesehen ist.

nach § 254 Abs. 1 InsO die im Plan festgelegten Wirkungen für und gegen alle Beteiligten ein, und das Insolvenzgericht beschließt nach § 258 Abs. 1 InsO die Aufhebung des Verfahrens.

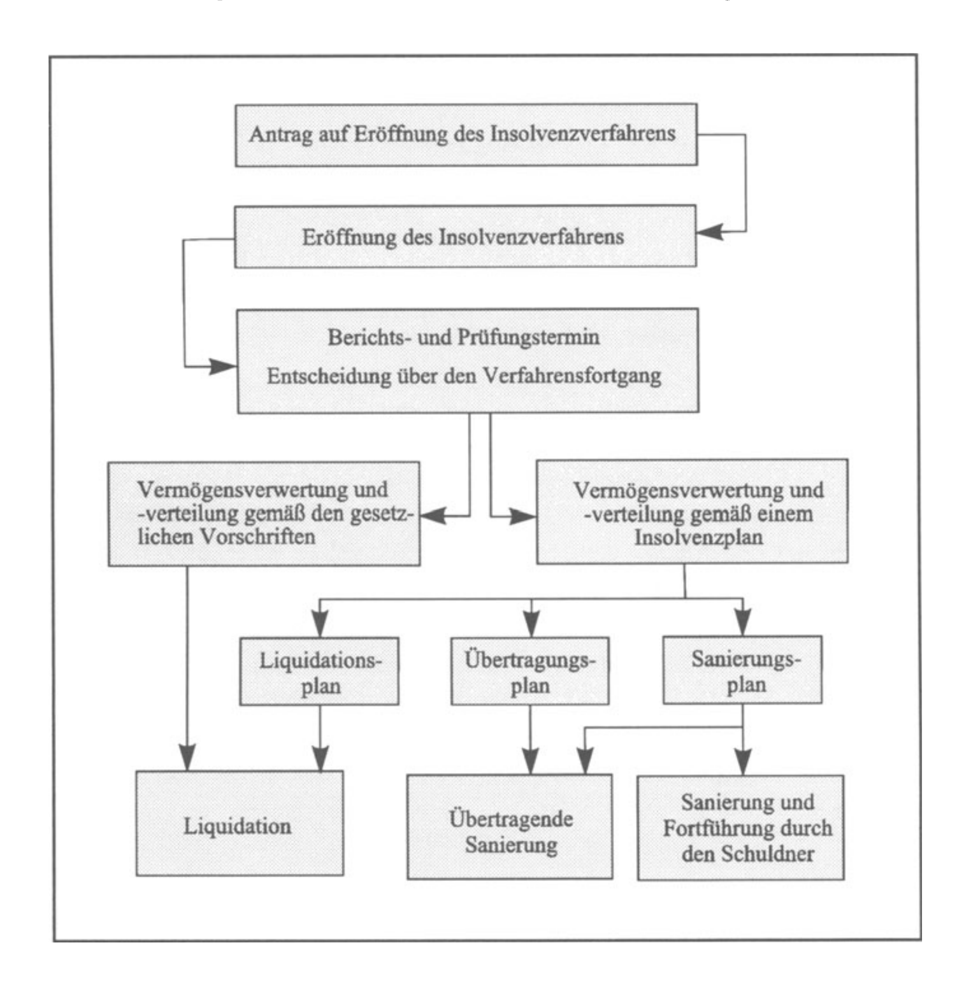


Abbildung 3.12: Stellung des Sanierungsplans im Insolvenzverfahren[111]

Der Insolvenzplan soll es im Vergleich zum noch geltenden Recht ermöglichen, die **gesicherten Gläubiger** sowie die an der insolventen Unternehmung beteiligten Personen **besser in das Verfahren einzubinden**. Gesicherte Gläubiger werden in einer frühen Phase des Insolvenzverfahrens (bis zum Berichtstermin) daran gehindert, auf ihre Sicherheiten zuzugreifen, um die

111 Vgl. Burger, A., Schellberg, B., (1994), S. 1833.

Sanierungschancen des Schuldners oder die Möglichkeit einer Unternehmungsveräußerung zu wahren. Sie sind dafür nach § 76 Abs. 2 InsO in der Gläubigerversammlung stimmberechtigt, wobei der Gesetzgeber erwartet, daß sie auch das Interesse ungesicherter Gläubiger berücksichtigen. So kann eine von den gesicherten Gläubigern beschlossene sofortige Liquidation der Unternehmung vom zuständigen Gericht aufgehoben werden, falls für die ungesicherten Gläubiger eine vorläufige Weiterführung der Unternehmung vorteilhafter wäre. Somit wird die Position gesicherter Gläubiger im Vergleich zum geltenden Konkursrecht relativiert.

3.4.3 Teilplanungskomplexe des Sanierungsplans im Insolvenzrecht

3.4.3.1 Grundsätzliches

Das in erster Linie auf Unternehmungsinsolvenzen zugeschnittene Rechtsinstitut des **Insolvenzplans** wird als Kernstück der neuen Insolvenzordnung angesehen.[112] Es tritt an die Stelle des alten Vergleichsverfahrens und soll namentlich Regelungen zur Erhaltung der Unternehmung treffen.[113] Speziell **als Sanierungsinstrument**, d.h. als **Sanierungsplan**, kommt ihm aus betriebswirtschaftlicher Sicht eine herausragende Bedeutung zu.[114]

Hinsichtlich der Form des Sanierungsplans werden vom Gesetzgeber lediglich Verfahrensregelungen und allgemeine Gestaltungsvorgaben fixiert, die als Mindestanforderungen zu verstehen sind. Demnach hat ein Sanierungsplan nach § 219 InsO aus einem **darstellenden** und einem **gestaltenden Teil** zu bestehen. Dem Plan sind nach § 219 InsO eine Vermögensübersicht und ein Ergebnis- und Finanzplan (§ 229 InsO) beizufügen. Vgl. zu den Teilplanungskomplexen eines Sanierungsplans im neuen Insolvenzrecht Abbildung 3.13.

112 Vgl. Uhlenbruck, W., (1994), S. 102; Kübler, B. M., Prütting, H., (1994), S. 11.

113 Die Begriffsbildung des Gesetzgebers ist deshalb kritisiert worden, weil der Insolvenzplan kein Plan zur Herbeiführung, sondern zur Überwindung der Insolvenz ist. Vgl. dazu z.B. Stüdemann, K., (1995), S. 17.

114 Vgl. Landfermann, H.-G., (1995), S. 1654 f.; Bork, R., (1995), S. 146. Die nachfolgend für den Insolvenzplan als Sanierungsplan gemachten Aussagen gelten entsprechend für einen Übertragungs- und Liquidationsplan.

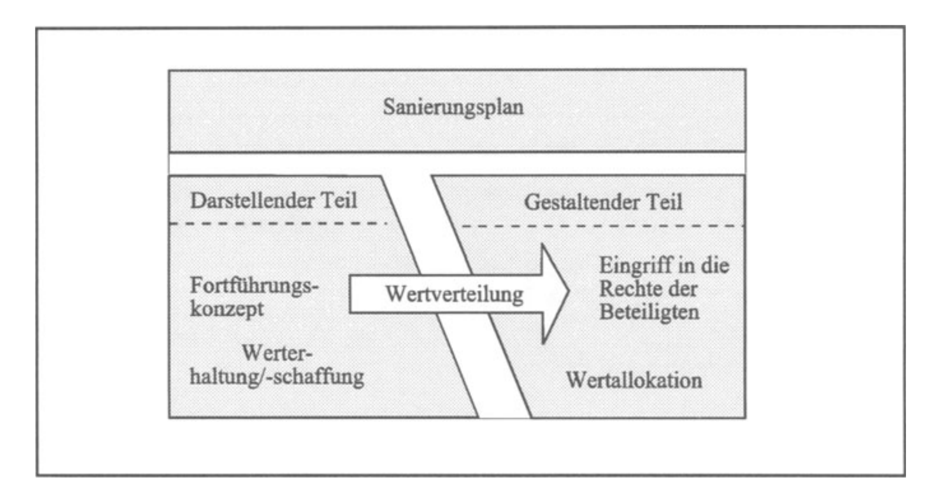


Abbildung 3.13: Teilplanungskomplexe des Sanierungsplans im neuen Insolvenzrecht

3.4.3.2 Darstellender Teil des Sanierungsplans

Im **darstellenden Teil des Sanierungsplans** wird nach § 220 Abs. 1 InsO beschrieben, welche **Maßnahmen** nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens getroffen wurden oder noch getroffen werden sollen, um die Grundlagen für die „geplante Gestaltung der Rechte der Beteiligten zu schaffen." Zudem legt § 220 Abs. 2 InsO fest, daß dieser Teil Angaben zu den **Grundlagen** und **Auswirkungen des Plans** enthalten soll, welche für die Entscheidung der Gläubiger und für eine gerichtliche Bestätigung erheblich sind. Auf eine konkrete Aufzählung der Anforderungen an den darstellenden Teil wird vom Gesetzgeber verzichtet, da davon ausgegangen wird, daß der Planungsträger, um die Zustimmung der Gläubiger zu erhalten, von sich aus ein Interesse hat, alle notwendigen Informationen zur Verfügung zu stellen.[115]

Der darstellende Teil beinhaltet damit vor allen Dingen den **betriebswirtschaftlichen Sanierungsplan**, der die Basis für die Fortführung der Unternehmung schafft. Für die hier speziell interessierende **materielle Ausgestaltung dieses Teils des insolvenzrechtlichen Sanierungsplans** sind in der Literatur aus juristischer Sicht einige Vorschläge gemacht worden, die jedoch eine theoretisch fundierte und betriebswirtschaftlich relevante Systematik vermissen lassen.[116]

115 Vgl. Bundestags-Drucksache 12/7302, S. 182.

116 Vgl. dazu Uhlenbruck, W., (1996), S. 225; Burger, A., Schellberg, B., (1994), S. 1834.

Die Erarbeitung des darstellenden Teils eines **insolvenzrechtlichen Sanierungsplans ist eine betriebswirtschaftliche Aufgabenstellung**. Für sie müssen die Grundsätze einer Sanierungsplanung außerhalb eines gerichtlichen Insolvenzverfahrens und damit die Grundsätze der Unternehmungsplanung generell gelten. Dies ist deshalb zu fordern, da auch eine insolvenzrechtliche Sanierung eine Aufgabe der Unternehmungsführung und damit primär eine Aufgabe der Betriebswirtschaftslehre als Lehre von der Unternehmungsführung ist.[117] Die Insolvenzplanung im allgemeinen und die Sanierungsplanung im speziellen stellt folglich, um mit UHLENBRUCK zu sprechen, vorrangig eine „Herausforderung an die Betriebswirtschaftslehre"[118] dar. Demnach kann die bereits vorgestellte allgemeine **Grundkonzeption einer Sanierungsplanung auch in einem insolvenzrechtlichen Verfahren Verwendung finden** und als **Ordnungsrahmen** für die Erstellung des gestaltenden Teils eines insolvenzrechtlichen Sanierungsplans dienen.

Der besondere **Vorteil** der vorgestellten Grundkonzeption liegt dabei nicht nur in ihrer **planungstheoretischen Fundierung** und in der Möglichkeit, flexibel eine Anpassung an die jeweils vorliegenden Besonderheiten vorzunehmen. Vielmehr trägt sie der Einsicht Rechnung, daß die Gläubiger einem Sanierungsplan nur dann zustimmen werden, falls sie annehmen können, so besser gestellt zu werden als ohne den Plan.[119] „Eine sehr wichtige Information des darstellenden Teils liegt darin, inwieweit der Insolvenzplan die Befriedigungschancen der Gläubiger verbessert."[120] Die insolvenzrechtliche Sanierungsplanung muß also einen Vergleich zwischen der Gläubigerabfindung im Falle einer sofortigen Zwangsverwertung des Schuldnervermögens und den zu erwartenden Zahlungsströmen an die Gläubiger im Falle einer Fortführung der Unternehmung ermöglichen.[121] Dieser geforderte Wertvergleich zwischen den Gestaltungsalternativen im Rahmen des Insolvenzverfahrens findet genauso Berücksichtigung[122] wie die in den §§ 229 und 230 InsO geforderten Anlagen, speziell die Ausarbeitung einer Vermögensübersicht sowie die Erstellung einer Ergebnis- und Finanzplanung.

---

117 Vgl. Risse, W., (1994), S. 466.

118 Uhlenbruck, W., (1996), S. 223; ähnlich auch Krystek, U., (1985), S. 591.

119 Vgl. Burger, A., Schellberg, B., (1994), S. 1834.

120 Burger, A., Schellberg, B., (1994), S. 1834.

121 Vgl. kritisch dazu Stürner, R., (1991), S. 46 f.

122 So hat das Insolvenzgericht zu prüfen, ob im Falle einer Ablehnung des Insolvenzplans der Wert, den die Gläubiger nach Insolvenzplan erhalten, mindestens so hoch ist wie bei einer Befriedigung ohne einen Insolvenzplan (sog. „Obstruktionsverbot" nach § 245 InsO), vgl. Uhlenbruck, W., (1994), S. 104 f.

3.4.3.3 Gestaltender Teil des Sanierungsplans

Im **gestaltenden Teil des Sanierungsplans** wird festgelegt, wie die Rechtsstellung der Beteiligten geändert werden soll (§ 221 InsO). „Beteiligte" sind die (absonderungsberechtigten) Gläubiger, der Schuldner sowie die am Schuldner beteiligten Personen, d.h. die Unternehmungseigentümer.[123] Typische Eingriffe in die Rechte der Beteiligten, die im Insolvenzplan festgelegt werden, sind beispielsweise, daß die Gläubiger auf einen Teil ihrer Forderungen verzichten oder diese stunden müssen, um eine Sanierung zu ermöglichen.[124] Auch die Rechtsstellung des Schuldners und der **absonderungsberechtigten Gläubiger** (§223 Abs. 2 InsO) kann geändert werden, was eine wesentliche Neuerung des Insolvenzrechts darstellt.[125]

Im gestaltenden Teil muß deshalb unterschieden werden, ob in die Rechte **gesicherter** oder **ungesicherter Gläubiger** eingegriffen wird. Dabei ist der Grundsatz zu beachten, daß kein Beteiligter gegen seinen Willen schlechter gestellt werden darf als im Fall einer Zwangsverwertung des Schuldnervermögens. Dies gilt speziell **für die absonderungsberechtigten Gläubiger**, die ohne einen Plan grundsätzlich voll aus ihrem Sicherungsrecht befriedigt werden. Eine Darstellung, wie die Rechte der Beteiligten gekürzt, gestundet oder in sonstiger Weise geändert werden sollen, ist nur möglich, wenn der Plan die Rechtsstellung der Beteiligten berücksichtigt und für die absonderungsberechtigten Gläubiger, die nicht nachrangigen Insolvenzgläubiger und die verschiedenen Rangklassen der nachrangigen Gläubiger eine gesonderte Darstellung enthält (§ 222 Abs. 1 InsO). Zusätzlich kann innerhalb dieser Gruppen eine weitere Abgrenzung erfolgen (§ 222 Abs. 2 InsO). Die Einteilung der Gläubigerklassen erfolgt im Sanierungsplan. Grundsätzlich werden die einzelnen Gläubigergruppen nach unterschiedlichen wirtschaftlichen Interessen gebildet. Es besteht jedoch ein Gestaltungsspielraum, den der Planungsträger ggf. zu seinem Vorteil nutzen kann, da jede Gläubigergruppe gesondert über den Plan abstimmt.

Werden im Sanierungsplan keine anderen Vereinbarungen getroffen, so wird der Schuldner nach § 227 Abs. 1 InsO mit der im gestaltenden Teil festgelegten Abfindung der Insolvenzgläubiger von seinen restlichen Verbindlichkeiten freigestellt. Es kann des weiteren im gestaltenden Teil

---

123 Vgl. Uhlenbruck, W., (1996), S. 225.

124 Vgl. Landfermann, H.-G., (1995), S. 1654.

125 Unternehmungseigentümer könnten sich beispielsweise dazu verpflichten, nach einer Kapitalherabsetzung eine anschließende Kapitalerhöhung durchzuführen.

festgelegt werden, daß die Erfüllung des Sanierungsplans bis zu drei Jahre vom Insolvenzverwalter überwacht wird (§§ 260, 261 und 268 InsO).

3.5 Sanierungsplanung in den USA

3.5.1 Grundsätzliches

In den USA **können grundsätzlich zwei Wege eingeschlagen werden**, um die (finanziellen) Probleme akut krisenhafter Unternehmungen zu lösen. Dies sind:

- Die Ausarbeitung, Verhandlung und Durchsetzung eines Sanierungsplans außerhalb des Insolvenzrechts (sog. „*workout*").
- Eine Erstellung und Einigung auf der Basis eines Sanierungsplans in einem Insolvenzverfahren nach Chapter 11, dem US-amerikanischen Insolvenzrecht von 1978 („*formal bankruptcy*").

In beiden Fällen beinhaltet die Sanierungsplanung **zwei Teilplanungskomplexe**. **Zum einen** wird auf Basis des Sanierungsplans eine **Umfinanzierung des Fremdkapitals** vorgenommen und neue Forderungen gegen alte Ansprüche getauscht, die von der Unternehmung getragen werden können. Das Resultat besteht letztlich entweder darin, daß die Höhe der Zins- und Tilgungszahlungen reduziert, gestundet oder daß ein Austausch von Fremd- in Eigenkapital vorgenommen wird.[126] Zudem beinhaltet der Sanierungsplan vielfach eine Reduzierung bzw. einen Austausch der Ansprüche anderer Anspruchsgruppen. **Zum anderen** beinhaltet der Sanierungsplan das **betriebswirtschaftliche Konzept**, um sicherzustellen, daß die Unternehmung kurz- und langfristig erhalten werden kann und nicht ein zweites Mal sanierungsbedürftig wird. Der **Hauptunterschied** beider oben genannter Vorgehensweisen besteht primär darin, daß im Rahmen eines formellen Insolvenzverfahrens das Insolvenzgericht überwachend eingreift.[127] Abbildung 3.14 zeigt die grundlegenden Teile eines Sanierungsplans.

---

126 Vgl. Gilson, S. C., (1991), S. 62. „A Chapter 11 reorganization is essentially a sale of the company to the existing claimants, i.e., claims against or ownership in the bankrupt company are exchanged for claims against or ownership in the reorganized company." Hausch, D. B., Seward, J. K., (1995), o.S.

127 Vgl. Gilson, S. C., (1991), S. 62. Daneben besteht noch die Möglichkeit der Einleitung eines Liquidationsverfahrens nach Chapter 7.

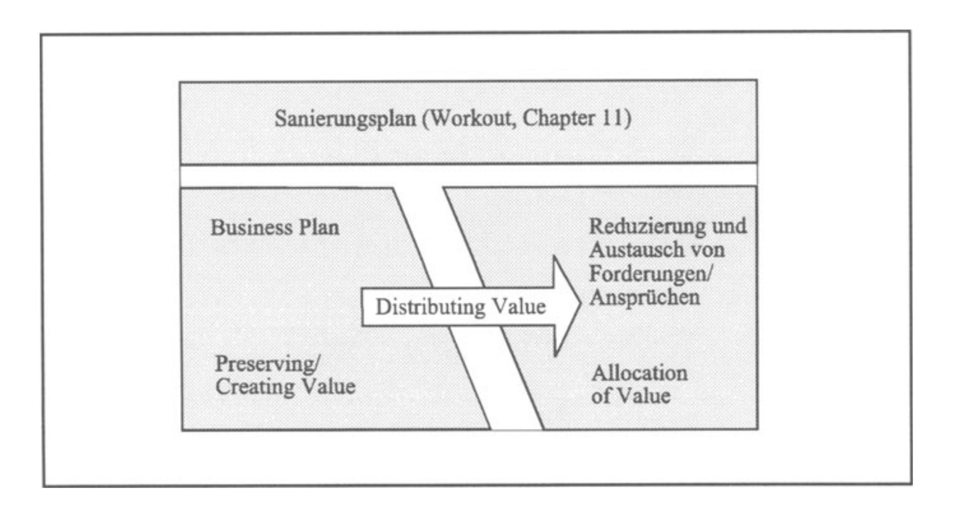


Abbildung 3.14: Elemente eines Sanierungsplans außerhalb und im Rahmen eines Chapter 11-Verfahrens

3.5.2 Sanierungsplanung im Rahmen des Insolvenzrechts

3.5.2.1 Erstellung eines Sanierungsplans nach Chapter 11

Ein Insolvenzverfahren nach Chapter 11 wird auch als Sanierungsinsolvenz bzw. als *„reorganization bankruptcy"* bezeichnet: *„Chapter 11 is an administrative procedure designed to facilitate the successful reorganization of temporarily distressed, but otherwise economically viable, businesses.*"[128] Um dies zu ermöglichen, **gewährt** Chapter 11 einem **Schuldner** für eine gewisse Zeit **Schutz vor seinen Gläubigern**, damit er seine Sanierungsmaßnahmen voranbringen und einen Plan vorlegen kann, nach dem die Gläubiger abgefunden werden sollen.

Der Schuldner hat in dieser Zeit normalerweise die Möglichkeit, als sog. ***„debtor in possession"*** ohne einen Insolvenzverwalter weiter tätig zu sein. Chapter 11 wird in besonderem Maße von großen Unternehmungen in Anspruch genommen. Zudem wechseln viele Unternehmungen im Verlauf der Insolvenz in ein Liquidationsverfahren nach Chapter 7.[129]

128 McConnel, J. J., Servaes, H., (1991), S. 94.

129 Mehr als 80% der i.d.R. kleineren Unternehmungen in einem Insolvenzverfahren enden in einem Liquidationsverfahren nach Chapter 7. Vgl. o.V., (1992), S. 63. Dagegen durchlaufen mehr als 90% der größeren Unternehmungen erfolgreich ein Chapter 11-Verfahren. Vgl. Selz, M., (1992), S. B2.

Ein Verfahren nach Chapter 11 kann **freiwillig** oder **unfreiwillig** eingeleitet werden. In der Regel erfolgt der Antrag auf eine Verfahrenseröffnung **nachdem** die Versuche einer **privaten Übereinkunft** zwischen dem Schuldner und den Gläubigern auf Basis eines außergerichtlichen Sanierungsplans **gescheitert** sind.[130] Steht eine Unternehmung unter dem Schutz von Chapter 11, so kommt sie in den Genuß des *„**automatic stay**“*, der es für Gläubiger unmöglich macht, Forderungen, die vor der Insolvenzerklärung entstanden sind, kurzfristig geltend zu machen.[131] Die Unternehmung muß damit weder Zins- noch Tilgungszahlungen leisten und kann mit Zustimmung des Insolvenzgerichts darüber hinaus noch nicht (vollständig) erfüllte Verträge oder Mietverpflichtungen kündigen.[132]

Obwohl der Schuldner normalerweise die Unternehmung ohne Einfluß durch das Insolvenzgericht weiterführen kann, gibt es jedoch Geschäftshandlungen, die eine **Zustimmung des Insolvenzgerichts** benötigen.[133] Dabei handelt es sich in erster Linie um neue Kreditvereinbarungen, den Verkauf, Verleih oder die Nutzung des Unternehmungsvermögens außerhalb des normalen Geschäftsbetriebs, die Beschäftigung von Insolvenzspezialisten oder andere weitreichende Verträge wie z.B. den Verkauf größerer Teile der Unternehmung. Daneben haben auch die Gläubiger das Recht, Widerspruch gegen solche Maßnahmen einzulegen. Als Resultat gilt: *„a company that has filed for Chapter 11 protection is, in many respects, a new entity with all its assets and all its cash flows intact and none of its prepetition liabilities currently due and payable.“*[134]

Jedoch besteht nach Beantragung des Insolvenzverfahrens in aller Regel die **Notwendigkeit der Außenfinanzierung**. Diese versucht der Schuldner in erster Linie durch den Verkauf von Vermögensgegenständen zu decken. Da diese oftmals bereits von Banken als Sicherheiten gehalten werden, muß das Insolvenzgericht darüber entscheiden, wie zu verfahren ist. Die Möglichkeit der Unternehmung, **weitere finanzielle Mittel** zu erhalten, **entscheidet in der Praxis** oftmals **über den Ausgang des Verfahrens**.[135] Deshalb **gewährt** das US-amerikanische **Insolvenzrecht** demjenigen besonderen **Schutz**, der **Fremdkapital** für in der Insolvenz befind-

---

130 Vgl. Teichner, W. A., Fellow, C. M., Luehrman, T. A., (1992), S. 6.

131 „The *automatic stay* is one of the fundamental debtor protections provided by the bankruptcy laws. It gives the debtor a breathing spell from creditors.“ Altman, E. I., (1993), S. 41.

132 Zinszahlungen können nur für nicht-gesicherte Verbindlichkeiten eingestellt werden.

133 Vgl. Teichner, W. A., Fellow, C. M., Luehrman, T. A., (1992), S. 7; Moore, D. D., (1990), S. 4.

134 Moore, D. D., (1990), S. 4.

135 Vgl. Teichner, W. A., Fellow, C. M., Luehrman, T. A., (1992), S. 8.

liche Unternehmungen **zur Verfügung stellt**.[136] Um früher gewährte Kredite zu retten, sind dies oftmals jene Institutionen, die bei der Unternehmung die höchsten Forderungen halten. Weiterhin gibt es **Finanzinstitutionen**, die sich auf die Finanzierung von Unternehmungen in Chapter 11 spezialisiert haben.

Das **Kernstück** des US-amerikanischen Insolvenzrechts nach Chapter 11 stellt der ***„plan of reorganization“***, d.h. der **Sanierungsplan** dar.[137] Da eine Besonderheit des US-amerikanischen Insolvenzrechts darin besteht, daß kein Wechsel der Unternehmungsführung erfolgt,[138] hat der **Schuldner** in den ersten 120 Tagen der Insolvenz das **alleinige Recht**, einen **Plan vorzulegen**, der die Sanierung der Unternehmung ermöglicht. In dieser Zeit kann der Schuldner die Gläubiger auffordern, über den Plan abzustimmen. Falls der Schuldner keinen Plan vorschlägt oder dieser nicht binnen 180 Tagen angenommen ist, kann jede andere Gläubigergruppe einen Sanierungsplan zur Abstimmung vorlegen.[139] Bei der Unterstützung oder der Ablehnung eines Plans nehmen **in der Praxis** oftmals die Vertretungen der einzelnen Gläubigergruppen, die sogenannten *„creditor committees“*, eine Schlüsselstellung ein und schlagen zum Teil selbst einen *„plan of reorganization“* vor.[140]

„The plan of reorganization represents a general plan for the operation of the business, i.e., which businesses will remain, which will be divested, etc.“[141] Zudem beinhaltet er stets eine **Bewertung des Schuldners** unter der Fortführungsprämisse[142] sowie einen detaillierten Vorschlag, wie die einzelnen **Gläubigergruppen abgefunden** werden sollen. Dabei besteht ein relativ großer Gestaltungsspielraum. So kann z.B. vorgeschlagen werden, Gläubiger durch sofortige Zahlungen, in Form von später fälligen (Teil)Zahlungen oder durch die Umwandlung von Fremdkapital in Eigenkapital zu entschädigen. Ferner kann der Plan z.B. den Verkauf spe-

---

136 Diese Privilegien machen es für die notleidende Unternehmung als *„debtor-in-possession (DIP)“* oftmals erst möglich, neue finanzielle Mittel zu erlangen. Aus ihrer Sicht ist dies einer der wichtigsten Vorteile eines Verfahrens nach Chapter 11.

137 Vgl. Altman, E. I., (1993), S. 46.

138 Vgl. Fenster, S. R., (1993), S. 3.

139 In der Praxis gewährt das Insolvenzgericht oftmals noch einen längeren Zeitraum. Vgl. Moore, D. D., (1990), S. 4 sowie Moore, R. W., (1991), S. 6.

140 *Creditor committees* bestehen normalerweise aus den sieben größten Gläubigern einer jeden Klasse. Sie können sich dazu rechtlicher Hilfe oder anderer Beratung bedienen. Die Kosten der *Creditor commitees* werden aus dem Vermögen der Unternehmung gedeckt. Vgl. Gilson, S. C., John, K., Lang, L. H., (1990), S. 318.

141 Fenster, S. R., (1993), S. 3. Vgl. auch Gilson, S. C., (1995), S. 11.

142 Vgl. Altman, E. I., (1993), S. 47.

zieller Vermögensgegenstände vorschlagen, das Gehalt der Führungskräfte kürzen oder geplante Investitionen einschränken.[143]

Eine weitere Aufgabe des Plans besteht darin, Vorschläge zu machen, wie die Ansprüche an die Unternehmung in verschiedene Gläubigerklassen eingeteilt werden und eine Vorgehensweise vorzuschlagen, auf der die **Abfindungen der einzelnen Klassen** basiert. Die Abstimmung über den Plan findet dann in diesen Klassen statt. Auch bei der **Einteilung in die verschiedenen Klassen** wird dem Planungsträger einige **Freiheit gelassen**, solange die im Insolvenzrecht festgelegte Reihenfolge der Ansprüche respektiert wird. Das heißt, daß Klassen von verschiedener Prioritätsstufe nicht zusammengelegt werden können. Auf der anderen Seite können Ansprüche mit gleicher Priorität in verschiedene Klassen eingeteilt werden, solange diesen Klassen Ansprüche zugewiesen werden, die nicht signifikant differieren.

Bevor das Insolvenzgericht dem Plan zustimmt, müssen die **Gläubiger und Eigenkapitalgeber** diesem zugestimmt haben. Jede Klasse stimmt dabei gesondert ab. Eine Klasse hat dann zugestimmt, falls der im *Bankruptcy Code* geforderte Prozentsatz erreicht ist. Dieser ist in den einzelnen Klassen unterschiedlich hoch. So muß eine Klasse aus gesicherten oder ungesicherten Gläubigern mit der einfachen Mehrheit nach Köpfen und einer Zweidrittelmehrheit nach Forderungshöhe zustimmen. Eine Klasse aus Aktieninhabern hat dann zugestimmt, falls eine Zweidrittelmehrheit der abgegebenen Aktien erreicht ist. **Zwei Klassen** nehmen **nicht an der Abstimmung** teil, da ihr Abstimmungsverhalten von Gesetzes wegen vermutet wird: diejenigen Klassen, die in voller Höhe abgefunden werden (es wird angenommen, daß sie zustimmen) und jene Klassen, die überhaupt nichts erhalten (da angenommen wird, daß sie den Plan ablehnen).[144]

Das Insolvenzgericht stimmt dem Sanierungsplan in **zwei Fällen** zu. Der erste Fall tritt ein, wenn **alle Klassen** dem Plan **zustimmen**. Dabei dürfen auch die überstimmten Mitglieder einer Klasse niemals weniger erhalten, als sie im Fall einer Unternehmungsliquidation nach Chapter 7 erhalten würden. Das zweite Szenario tritt ein, falls einige Klassen den Plan ablehnen. In diesem Fall kann das Insolvenzgericht diese Klassen überstimmen, ist es der Auffassung, daß der Plan die ablehnenden Klassen nicht „unfair diskriminiert."[145] Dies hat eine

143 Vgl. Teichner, W. A., Fellow, C. M., Luehrman, T. A., (1992), S. 8.

144 Vgl. Teichner, W. A., Fellow, C. M., Luehrman, T. A., (1992), S. 8.

145 Vgl. Teichner, W. A., Fellow, C. M., Luehrman, T. A., (1992), S. 9.

große Bedeutung in einem Chapter 11-Verfahren, denn Schuldner versuchen regelmäßig, durch die Einteilung der Gläubigerklassen **diejenigen** in eine Klasse **strategisch zu isolieren**, für die der Plan weniger vorteilhaft ist und diese Klasse dann vom Insolvenzgericht „niederstimmen“ zu lassen (sog. „***cramdown***“).[146] Zudem kann der Schuldner auch nur mit einem *cramdown* drohen, um die Zustimmung zum Plan zu erreichen. Dennoch darf das Insolvenzgericht nur unter bestimmten Bedingungen eine Klasse überstimmen, abhängig davon, ob sie gesicherte Ansprüche hält oder nicht. So hat eine gesicherte Klasse das Recht, ihre Sicherheiten zu behalten und muß später Zahlungen in Höhe ihres Anspruchs plus Zinsen erhalten. Eine Klasse ungesicherter Gläubiger darf nur dann überstimmt werden, falls die Gläubiger mindestens soviel erhalten wie sie im Fall einer Liquidation der Unternehmung erhalten würden (sog. „***best interest of creditors test***“).[147]

Im letzteren Fall muß, nach **der Regel der „*absolute priority*“**, jede Gläubigerklasse vollständig entschädigt werden, bevor Klassen mit niedrigerer Priorität (insb. Eigenkapitalgeber) abzufinden sind. Deshalb verlieren die Eigenkapitalgeber im allgemeinen ihren Anspruch an der Unternehmung, falls nicht alle höheren Klassen einer anderen Absprache zustimmen oder die Eigenkapitalgeber eine entsprechende Summe an neuem Eigenkapital zur Verfügung stellen.

Das Insolvenzgericht muß den vorgelegten **Plan** außerdem als **betriebswirtschaftlich tragfähig** („*feasible*“) einschätzen. Dies ist dann der Fall, falls es als unwahrscheinlich angesehen wird, daß eine weitere Sanierung oder ein weiteres Insolvenzverfahren in der Zukunft erfolgen muß.[148] Nachdem das Insolvenzgericht den Plan bestätigt hat, befindet sich der Schuldner nicht mehr in der Insolvenz, und das Gericht ist nur noch insoweit mit der Unternehmung betraut, als der Plan durchgesetzt werden muß.

---

146 Vgl. Teichner, W. A., Fellow, C. M., Luehrman, T. A., (1992), S. 9.

147 Vgl. Altman, E. I., (1993), S. 48. *Cramdowns* sind in der Praxis relativ selten. Es liegt im gemeinsamen Interesse aller Gläubigerklassen, einen *cramdown* zu vermeiden, da die Durchführung eines „best interest of creditors test“ im Rahmen eines gerichtlichen hearings sehr viel Zeit in Anspruch nimmt und mit hohen Kosten verbunden ist. Vgl. z.B. Gilson, S. C., John, K., Lang, L. H., (1990), S. 318.

148 Vgl. z.B. Lehavy, R., (1996), S. 7; Gilson, S. C., Karam, S. J., (1994), S. 5.

3.5.2.2 Vorteile eines Sanierungsplans nach Chapter 11

Ein Verfahren nach Chapter 11 bietet spezifische **Vorteile**, die einige Unternehmungen dazu veranlaßt haben, *direkt* diesen Sanierungsweg einzuschlagen. Generell können **vier zentrale Vorteile** eines Chapter 11-Verfahrens herausgearbeitet werden.[149] **Erstens** bestehen für Unternehmungen als ***Debtor in possession* - „*DIP*"** wesentlich verbesserte Finanzierungsmöglichkeiten. Dies liegt daran, daß Chapter 11 denjenigen Kapitalgebern Privilegien gewährt, die einer insolventen Unternehmung Fremdkapitel zur Verfügung stellen. Danach erhält eine Bank oder eine andere Finanzinstitution eine bevorrechtigte Forderung,[150] die sowohl vorrangig zu ungesicherten Forderungen ist, die vor der Insolvenz entstanden sind („***prepetition debt***"), als auch vorranging zu praktisch allen Forderungen, die nach dem Insolvenzzeitpunkt datieren.

Diese Finanzierungsmöglichkeiten haben häufig eine ausschlaggebende Bedeutung für die Sanierungschancen in der oftmals mehrere Jahre dauernden Zeitspanne, in welcher sich die Unternehmung in der Insolvenz befindet. Die Möglichkeit zur Erlangung von sog. ***DIP-financing*** ist nicht selten entscheidend für die Beantragung eines Chapter 11-Verfahrens. Gerade in letzter Zeit hat diese Finanzierungsform insolventer Unternehmungen einen starken Aufschwung genommen. Es existieren spezialisierte Kreditinstitute, die primär *DIP-financing* betreiben. Möglich gemacht wird *DIP-financing* neben der Forderungsprivilegierung durch das bereits beschriebene Verfahrensinstitut des „*automatic stay*", das als eine Art „Auszeit" Zins- und Tilgungszahlungen aussetzt. An eine Aufrechterhaltung dieses „*automatic stay*" binden Kapitalgeber gemeinhin ihre Kreditkontrakte.

Der **zweite Vorteil** eines Verfahrens nach Chapter 11 wird explizit darin gesehen, daß die Rückzahlung ungesicherten Fremdkapitals und anfallende Zinsen nicht fällig werden. Auch dies führt zu einer weiteren Verbesserung der Finanzsituation.[151] Der **dritte Vorteil** der Erstellung eines Sanierungsplans nach Chapter 11 entsteht durch den *automatic stay*, der es den Gläubigern unmöglich macht, ihre Forderungen einzuklagen, was wiederum die Ausarbeitung des Sanierungsplans bedeutend erleichtert. Der **vierte Vorteil** besteht in der im Vergleich zu

---

[149] Vgl. Gilson, S. C., (1991), S. 66 f. Zudem kann ein Insolvenzverfahren steuerliche Vorteile bieten, da z.B. eher die Möglichkeit besteht, Verlustvorträge der Unternehmung zu erhalten als dies bei einem außergerichtlichen „*workout*" der Fall wäre. Vgl. dazu und zu weiteren steuerlichen Vorteilen von Chapter 11: McConnell, J. J., Servaes, H., (1991), S. 96.

[150] Vgl. z.B. Gilson, S. C., Karam, S. J., (1994), S. 4.

[151] Vgl. Gilson, S. C., (1991), S. 66.

einem außergerichtlichen Vorgehen **leichteren Durchsetzbarkeit** des Sanierungsplans. Ein Plan ist bereits dann angenommen, hat die Mehrheit (die absolute Mehrheit nach Köpfen und eine Zweidrittelmehrheit nach Forderungen) in den einzelnen Klassen für ihn gestimmt.

Im Gegensatz dazu muß ein außergerichtlicher Sanierungsplan grundsätzlich von allen betroffenen Kapitalgebern getragen werden, was die Wahrscheinlichkeit von Trittbrettfahrerverhalten (*„holdout"*) erhöht.[152] Dieses Problem besteht besonders dann, falls sich das Fremdkapital primär aus öffentlich gehandelten und breit gestreuten Bonds zusammensetzt. In diesem Fall wird ein Umtausch alter Forderungen (*„junk debt"*) in neue Ansprüche durch einen ***„voluntary exchange offer"*** vorgenommen. Hat eine genügend große Zahl der Gläubiger von dem Angebot Gebrauch gemacht und hat die Unternehmung ein Insolvenzverfahren vermeiden können, so profitieren diejenigen Gläubiger, die das Angebot nicht angenommen haben, d.h. nicht mit der Reduzierung ihrer Forderung einverstanden waren.[153] Sie behalten ihre Forderung in voller Höhe, was den Anreiz erhöht, sich nicht an der Forderungsreduzierung zu beteiligen. Der Vorteil der Verringerung des *holdout*-Problems durch ein gerichtliches Insolvenzverfahren kommt besonders **bei komplizierten Kapitalstrukturen zum Tragen**, da hier eine Vielzahl unterschiedlicher Klassen von Gläubigern zu berücksichtigen ist und ihre Ansprüche bewertet werden müssen.

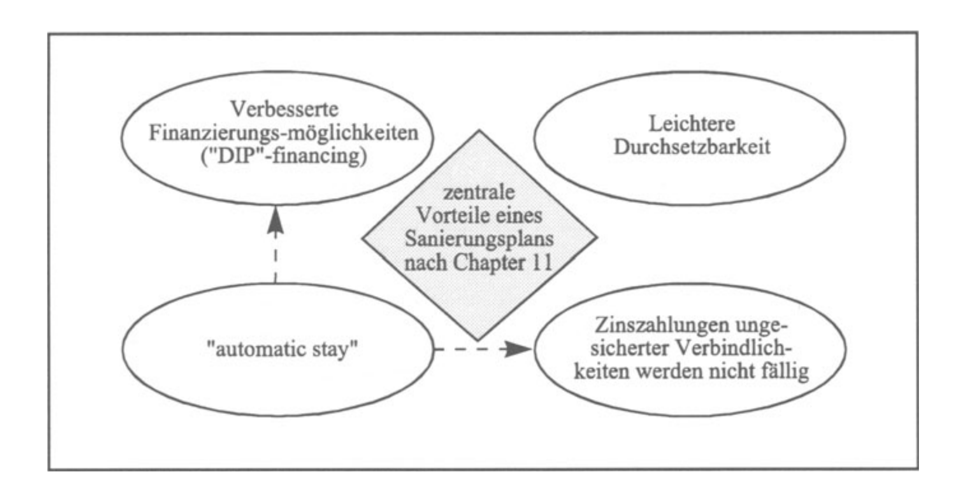


Abbildung 3.15: Zentrale Vorteile eines Chapter 11-Sanierungsplans

152 Vgl. Gilson, S. C., (1991), S. 67.

153 Vgl. Haugen, R. A., Senbet, L. W., (1988), S. 29 f.; Gilson, S. C., (1991), S. 67.

3.5.3 Sanierungsplanung außerhalb des Insolvenzrechts

3.5.3.1 Erstellung eines „out of court“ Sanierungsplans

Der Versuch einer außergerichtlichen Sanierung ist in aller Regel der erste Schritt, wenn sich eine Unternehmung in einer akuten Krise befindet und nicht mehr in der Lage ist, ihren Zins- und Tilgungsverpflichtungen nachzukommen.[154] Der **Hauptunterschied** einer Ausarbeitung und Durchsetzung eines außergerichtlichen Sanierungsplans zu einem *plan of reorganization* nach Chapter 11 besteht darin, daß ersteres nicht durch ein Insolvenzgericht überwacht wird.

Es lassen sich **zwei Hauptfaktoren** herausarbeiten, welche die Möglichkeit zur Erstellung und Durchsetzung eines außergerichtlichen Sanierungsplans beeinflussen. **Erstens** ist die Durchsetzbarkeit eines Sanierungsplans außerhalb des Insolvenzrechts dann wahrscheinlich, falls Gläubiger und Eigentümer annehmen können, daß die Summe ihrer Ansprüche nach einem außergerichtlichen „*workout*“ größer ist als in einem Verfahren nach Chapter 11. Diese Möglichkeit besteht, sollte ein außergerichtlicher Sanierungsplan **zu geringeren Kosten** erstellt und durchgesetzt werden können. In diesem Fall wird der resultierende Gesamtwert der Unternehmung höher sein, und der Überschuß kann so verteilt werden, daß alle Kapitalgeber besser gestellt werden. Jedoch können auch bei diesem Vorgehen Verhandlungen an einem *holdout*-Problem scheitern.[155] Das bedeutet **zweitens**, die effizientere Alternative wird nur dann gewählt, wenn eine Einigung unter den Anspruchsgruppen herbeizuführen ist.

Grundsätzlich muß ein Sanierungsplan außerhalb von Chapter 11 von allen betroffenen Gläubigern gebilligt werden. Diesen steht andernfalls das Recht zu, ein Insolvenzverfahren zu beantragen („***involuntary Chapter 11***“) oder den Ausgleich ihrer Forderungen zu verlangen. Deswegen besitzt ein Sanierungsplan **in der Praxis** eine **größere Durchsetzungschance**, sofern das Fremdkapital der Unternehmung hauptsächlich aus **Bankverbindlichkeiten** besteht. Im Gegensatz dazu besitzen Unternehmungen mit **komplizierten Kapitalstrukturen** und einer Vielzahl verschiedener Gläubiger **geringere Möglichkeiten**, einen außergerichtlichen Sanierungsplan durchzusetzen.[156] Die Wahrscheinlichkeit, einen „*out of court*“ Sanierungsplan

154 In einer Studie zeigen GILSON/JOHN/LANG, daß in den Achtzigern die Hälfte der betrachteten Unternehmungen ihre Probleme außergerichtlich lösen konnten. Bei den Unternehmungen, die dagegen ein Chapter 11-Verfahren durchliefen, hatten ca. 70% zuvor eine außergerichtliche Sanierung angestrebt. Vgl. dazu Gilson, S. C., John, K., Lang, L. H., (1990).

155 Vgl. Gilson, S. C., John, K., Lang, L. H., (1990), S. 321.

156 Vgl. Gilson, S. C., John, K., Lang, L. H., (1990), S. 316.

durchsetzen zu können, hängt damit vor allen Dingen von der Anzahl der Gläubiger und der Art ihrer Ansprüche ab.

Die Erstellung und Durchsetzung eines außergerichtlichen **Sanierungsplans** ist in den letzten Jahren jedoch durch **richterliche** und **steuerliche** Einflüsse **erschwert worden**. Die sogenannte *„LTV-decision"* vom Januar 1990 betrifft die Ansprüche derjenigen Fremdkapitalgeber, die sich durch Reduzierung ihrer Forderungen an einer außergerichtlichen Sanierung beteiligen. Vor der Beantragung eines Chapter 11-Verfahrens im Jahre 1986 hatte ein Teil der Eigentümer von Bonds einem Tausch gegen neue Bonds zugestimmt, deren Nennwert deutlich unter dem Nennwert der alten Titel lag. Nach Entscheidung des Gerichtes konnten die an dem Tausch partizipierenden Gläubiger im späteren Insolvenzverfahren jedoch nur den niedrigeren Nennwert geltend machen.[157]

Darüber hinaus kann eine außergerichtliche Sanierung negative steuerliche Konsequenzen nach sich ziehen. **Erstens** verliert die Unternehmung ihre Verlustvorträge, sollten nach einer außergerichtlichen Sanierungsvereinbarung die alten Eigentümer weniger als 50% des Eigenkapitals behalten. Dies ist nach einem insolvenzrechtlichen Verfahren nicht der Fall, womit ein oftmals bedeutender Teil des Unternehmungswertes erhalten werden kann.[158] **Zweitens** werden Sanierungsgewinne durch den Verzicht von Gläubigern in einem außergerichtlichen *workout*-Prozeß als zu versteuernder Ertrag behandelt, was in einem Chapter 11-Verfahren nicht der Fall ist.

3.5.3.2 Vorteile eines „out of court" Sanierungsplans

Ebenso wie nach dem deutschen Insolvenzrecht **verlieren** auch nach US-amerikanischem Recht **die bisherigen Eigentümer** einer Unternehmung durch ein Chapter 11-Verfahren den größten Teil oder ihr gesamtes Eigentum am **Eigenkapital** der Unternehmung. Dies ist ein wesentlicher Grund, warum einem Insolvenzverfahren in aller Regel der Versuch vorausgeht, zu einem außergerichtlichen Vergleich zu kommen.[159] Da eine außergerichtliche Sanierung zu **niedrigeren Kosten** zu erreichen ist, sollten sowohl die Eigen- als auch die Fremdkapitalgeber bessergestellt werden als in einem Chapter 11-Verfahren. Dementsprechend behalten die Unter-

---

157 Vgl. McConnell, J. J., Servaes, H., (1991), S. 95.

158 Vgl. McConnell, J. J., Servaes, H., (1991), S. 96.

159 Vgl. dazu z.B. die Studie von Gilson, S. C., John, K., Lang, L. H., (1990).

nehmungseigentümer durch eine außergerichtliche Sanierung in aller Regel einen größeren Teil ihres Vermögens als in einem Chapter 11-Verfahren.[160] „Gesparte" Kosten umfassen die **administrativen Kosten des Insolvenzverfahrens**, die aufgrund der Länge des Verfahrens und der **hohen Gebühren** beteiligter Anwälte und Investmentbanken häufig sehr hoch sind.[161] Da diese Gebühren vorrangig vor allen sonstigen Forderungen bedient werden müssen, besteht für diese Berater kein Anreiz, für ein schnelles Verfahren zu sorgen. Dies ist ein wesentlicher Grund dafür, daß für ein Chapter 11-Verfahren größerer Unternehmungen typischerweise **zwei bis drei Jahre** benötigt werden.[162]

Ein *workout* außerhalb des Insolvenzrechts vermeidet zudem eher negative Rückwirkungen auf das Geschäft der Unternehmung. So hat das Management in aller Regel keine Erfahrungen mit einem Insolvenzverfahren, und es muß eine große Zahl an Beratern und Anwälten beschäftigt werden. Das Resultat des **sehr komplexen Insolvenzverfahrens nach Chapter 11** ist somit oftmals, daß sich das **Management kaum noch um die eigentliche Sanierung und das Tagesgeschäft kümmern kann**. Darüber hinaus müssen strategische Entscheidungen, z.B. Veräußerungen oder das Engagement einer Investmentbank, vom Insolvenzgericht bestätigt werden und können von den Gläubigern angefochten werden. Vor jeder strategischen Entscheidung ist zunächst ein Antrag an das Insolvenzgericht zu stellen, was nicht nur zu einer Bindung von Managementkapazität führt, sondern es entsteht dadurch auch eine Abhängigkeit der künftigen Ertragskraft von der Beurteilung geplanter Maßnahmen durch das Insolvenzgericht.[163] Da Insolvenzrichter jedoch nicht über die notwendige Management-Erfahrung verfügen, führt dies aufgrund ihres Einflusses auf die Unternehmungspolitik zu einem Wertverlust des Vermögens der Unternehmung.[164]

Außerdem wird durch einen *workout*-Prozeß eine **negative Beeinflussung der Geschäfts mit Zulieferern und Abnehmern eher vermieden**. So wurde im Fall der Insolvenz von CONTINENTAL AIRLINES befürchtet, daß die Buchungszahlen deshalb stark zurückgehen

---

160 Vgl. dazu die Studie bei Gilson, S. C., John, K., Lang, L. H., (1990), S. 315 ff.

161 So wurde für den Fall der Insolvenz der Firma CUMBERLAND WORLDWIDE Corp. mit einem Umsatz von ca. $ 940 Millionen mit monatlichen Verfahrens- und Beratungskosten zwischen $ 1,8 Millionen und $ 2,5 Millionen über bis zu drei Jahre gerechnet. Vgl. Moore, R. W., (1991), S. 6. Die Beratungskosten von LTV Corp. lagen bei $ 150 Millionen für die Zeit des Insolvenzverfahrens. Vgl. dazu Gilson, S. C., (1991), S. 62.

162 Vgl. Moore, R. W., (1991), S. 6.

163 Vgl. Gilson, S. C., (1991), S. 65.

164 Vgl. Gilson, S. C., (1991), S. 65.

würden, weil die Fluggäste hätten annehmen können, daß die Flugzeug-Wartungsaufwendungen bei einer insolventen Unternehmung reduziert werden.[165] Aufgrund der genannten Vorteile ist oftmals zu beobachten, daß Unternehmungen, denen es gelingt, die Zustimmung zu einem außergerichtlichen Sanierungsplan zu erreichen, stark steigende Aktienkurse aufweisen.[166]

3.5.4 Sanierungsplanung als „Prepackaged bankruptcy"

Eine weitere Sanierungsstrategie erfreut sich in den USA auch bei denjenigen Unternehmungen zunehmender Beliebtheit, die eigentlich sehr gute Chancen hätten, einen außergerichtlichen Sanierungsplan durchzusetzen. Es handelt sich dabei um die Strategie des sog. ***„prepackaged bankruptcy“***, auch ***„prepack“*** genannt. Etwa ein Viertel aller Chapter 11-Verfahren bei Aktiengesellschaften nach 1989 wurden auf dieser Basis durchgeführt. Nach US-amerikanischem Insolvenzrecht können Unternehmungen einen **Sanierungsplan** bereits **vor der Insolvenz ausarbeiten** und versuchen, diesen bei ihren Gläubigern durchzusetzen. Danach wird auf dieser Basis ein Insolvenzverfahren beantragt.[167] Gleichzeitig mit der Beantragung des Insolvenzverfahrens kann nun der Sanierungsplan präsentiert werden, der bereits Gegenstand von Verhandlungen war. Auf diese Weise sollen durch einen *prepackaged bankruptcy* gewissermaßen die **Vorteile** einer Sanierung nach Chapter 11 und eines ***workout*** auf der Basis eines außergerichtlichen Sanierungsplans **verbunden** werden. Deren **Nachteile** werden dagegen weitgehend **vermieden**.[168]

Der primäre Vorteil dieser hybriden Vorgehensweise besteht darin, daß das **Insolvenzverfahren signifikant verkürzt** und die Unsicherheit über den Verfahrensausgang mit den entsprechenden Kosten vermindert werden kann. Die Offenlegung der Ansprüche und die Abstimmung kann an die Stelle ähnlicher Schritte im Rahmen eines insolvenzrechtlichen Verfahrens treten, solange dies nicht gegen entsprechende Gesetze außerhalb der Insolvenz verstößt (z.B. *Securities Act, Exchange Act*). Da in einem insolvenzrechtlichen Verfahren geringere Zustimmungsquoten erreicht werden müssen, kann ein Sanierungsplan, der außerhalb der In-

165 Vgl. Gilson, S. C., Karam, S. J., (1994), S. 1 und die Entscheidung der Unternehmung NAVISTAR Corp., die Ende 1992 eine außergerichtliche Sanierung anstrebte, um befürchtete negative Rückwirkungen auf ihr LKW-Geschäft zu vermeiden. Vgl. Cott, J., Gilson, S. C., (1995).

166 Vgl. Gilson, S. C., (1995), S. 9.

167 Vgl. Ruback, R. S., McNair, E. H., (1992), S. 5. Vgl. auch die Argumentation von JENSEN für eine „privatization of bankruptcy." Vgl. Jensen, M. C., (1989), S. 41 ff.

168 Vgl. McConnel, J. J., Servaes, H., (1991), S. 93 ff.

solvenz nicht wirksam würde, durch ein Insolvenzverfahren durchgesetzt werden.[169] Damit wird das oben beschriebene Problem des *holdout* vermieden. Oft genügt jedoch bereits die Drohung, ein Insolvenzverfahren einzuleiten, um eine Zustimmung zu erreichen. Auch das durch die LTV-Entscheidung entstandene Problem der Anspruchsverkürzung von Gläubigern, die einer außergerichtlichen Sanierung zugestimmt haben, ist durch einen *prepack* vermindert. Zudem wird das Problem der zu versteuernden Sanierungsgewinne umgangen.

Ein *Prepack*-Plan muß drei grundlegenden Anforderungen genügen:[170]

- ***Feasibility*:** Die unterbreitende Unternehmung muß in der Lage sein, ihre Verpflichtungen nach Durchführung der im Sanierungsplan festgesetzten Maßnahmen zu erfüllen, ohne weitere finanzielle Zugeständnisse in Anspruch nehmen zu müssen.
- ***Approval*:** Der Plan muß eine Zustimmung gemäß der Anforderungen von Chapter-11 erlangen.
- ***Chapter 7 liquidation test*:** Alle Gläubiger, die nicht ihre vollen Ansprüche ersetzt bekommen, müssen entweder für den Plan stimmen oder mehr erhalten als im Falle einer Liquidation der Unternehmung. Dabei ist die Rangordnung der einzelnen Gläubigerklassen strikt einzuhalten.

Ein *prepackaged bankruptcy* eignet sich besonders dann, falls die finanziellen Probleme gegenüber den operativen überwiegen und die ausstehenden Fremdkapitalforderungen vorwiegend von Banken gehalten werden.[171] Falls die Unternehmung dagegen eine komplexe Finanzierungsstruktur mit ggf. Hunderten von Gläubigergruppen besitzt, so treten die Vorteile eines *prepackaged bankruptcy* im Vergleich zu einem traditionellen Chapter 11-Verfahren in den Hintergrund.[172] Abbildung 3.14 faßt die Vorteile eines *prepack* im Vergleich zu einer außergerichtlichen Erstellung eines Sanierungsplans und eines Chapter 11-Verfahrens zusammen.

169 Vg. Ruback, R. S., McNair, E. H., (1992), S. 6.

170 Vgl. Ruback, R. S., McNair, E. H., (1992), S. 6.

171 Gilson, S. C., (1995), S. 10.

172 Vgl. McConnell, J. J., Servaes, H., (1991), S. 94. Eine detailliertere Diskussion von prepackaged bankruptcy Strategien findet sich bei Salerno, T. J., Hansen, C. D., (1991), S. 36 ff.

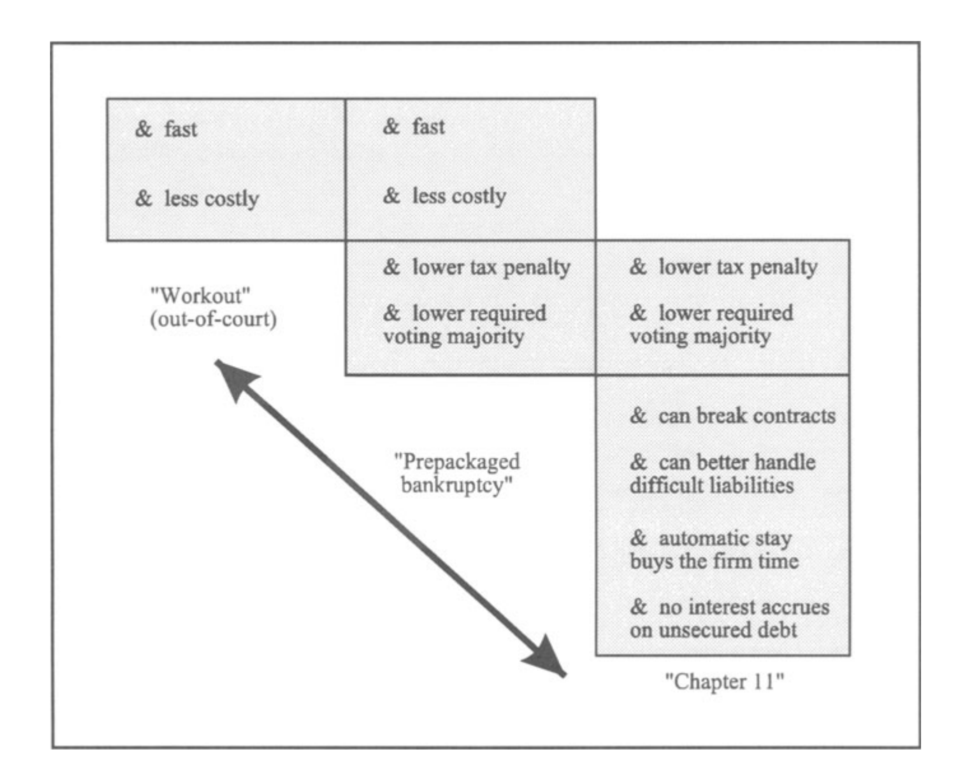


Abbildung 3.16: Workout, Prepack, Chapter 11

3.6 Sanierungsplanung im Rahmen des Insolvenzrechts in Deutschland und den USA - Einschätzung und Vergleich

Die Erstellung eines insolvenzrechtlichen Sanierungsplans nach der neuen InsO dürfte erfolgreicher sein, als das alte Vergleichs- und Zwangsvergleichsverfahren, da die dort zu findenden Bindungen und restriktiven Voraussetzungen aufgegeben werden.[173] Im Gegensatz zum alten Konkurs- und Vergleichsrecht ist das neue, einheitliche **Insolvenzverfahren ergebnisoffen**, führt nicht so früh zu einer Weichenstellung und kann zu einer maßgeschneiderten Lösung führen. Die neue InsO dürfte damit eine Fortführung sanierungswürdiger Unternehmungen erleichtern, die Reorganisationsorientierung und die Schuldnerrechte des US-amerikanischen Insolvenzrechts werden gleichwohl nicht erreicht. Vielmehr werden weiterhin unterschiedliche Ziele verfolgt: Während Chapter 11 primär dem Schutz des Schuldners gegen den Zugriff der Gläubiger dient („*a company files for protection under Chapter 11*“), besteht das Ziel eines Insolvenzverfahrens im deutschen Rechtsverständnis weiter in der Rechtsdurchsetzung der Gläubiger.[174]

Der besondere Vorteil der Erstellung eines Sanierungsplans nach Chapter 11 liegt im Institut des ***automatic stay***, der gesicherte wie ungesicherte Gläubiger daran hindert, ihre sofortige Abfindung zu verlangen. Dies führt zu einer entscheidenden Erleichterung bei der Ausarbeitung eines Sanierungsplans. Auch das deutsche Insolvenzrecht sieht eine bis zu drei Monate dauernde „Auszeit“ bis zur ersten Gläubigerversammlung („Berichtstermin“) vor, die auch für gesicherte Gläubiger gilt. Danach erlaubt es auch das neue deutsche Insolvenzrecht, anders als das bisherige Vergleichsrecht, die Rechte gesicherter Gläubiger zu kürzen, da ohne Zugeständnisse dieser Gläubiger im Regelfall keine Sanierung möglich ist. Die Befugnis zur Verwertung von sicherungsübereigneten Waren ist dem Insolvenzverwalter übertragen (§ 161 Abs. 1 InsO).

Bei der Bildung von Gläubigergruppen und den Voraussetzungen für die Bestätigung des Plans lehnt sich die neue InsO eng an das US-amerikanische Recht an: Der Sanierungsplan kann auch Gläubiger gleicher Rechtsstellung in verschiedene Gruppen aufteilen, was ein erheblicher Vorteil bei der Durchsetzung des Plans sein kann. Die ***cramdown-rule*** ist als **Obstruktionsverbot** übernommen worden. Damit hat die Erstellung eines gerichtlichen Sanierungsplans nach dem neuen Insolvenzrecht ggf. den Vorteil, daß eine Minderheit opponierender Gläubiger überstimmt werden kann. Dies dürfte für eine Unternehmungsfortführung besonders dann

173 Vgl. Warrikoff, A., (1996), S. 500.

174 Vgl. Heilmann, H., Smid, S., (1994), S. 44.

wichtig sein, wenn das Verfahren durch den Schuldner beantragt wird und dieser die Verfügungsbefugnis über die Unternehmung behält.

Ein weiterer Vorteil der Erstellung eines Sanierungsplans nach Chapter 11 sind verbesserte Finanzierungsmöglichkeiten als ***Debtor in possession***. Nach der InsO können sich verbesserte Finanzierungsmöglichkeiten für die Unternehmung nur teilweise ergeben. Die **vor Eröffnung des Verfahrens** durch den vorläufigen Verwalter begründeten Verbindlichkeiten gelten nach § 55 Abs. 2 InsO als bevorrechtigte Masseverbindlichkeiten.[175] Banken, die im Eröffnungsverfahren Kredite vergeben, sind demnach künftig generell privilegiert. Auf der anderen Seite erhalten sie bei Masseunzulänglichkeit nur eine Forderung nach dem Verteilungsschlüssel gemäß § 209 Abs. 1 InsO. Auch **nach Verfahrenseröffnung** können neue Kreditverträge durch den Insolvenzverwalter abgeschlossen werden, der dadurch eine privilegierte Masseverbindlichkeit begründet (§ 55 Abs. 1 InsO). Tritt Masseunzulänglichkeit ein, so erfolgt auch hier die Befriedigung der Masseverbindlichkeiten gemäß § 209 InsO. Demzufolge sind zunächst die Kosten des Verfahrens, dann Masseverbindlichkeiten, die nach der Anzeige der Masseunzulänglichkeit begründet wurden, und dann erst die übrigen Masseverbindlichkeiten auszugleichen. Negativ dürfte zudem wirken, daß damit zu rechnen ist, daß im Fall der Masseunzulänglichkeit Verpflichtungen aus neuen Krediten im gleichen Rang berücksichtigt werden wie Sozialplanforderungen (§ 123 Abs. 1 InsO). Da diese im Regelfall ein hohes Gewicht haben, dürfte dies ein erhebliches Hindernis für die Vergabe ungesicherter Insolvenzkredite sein. Vorteilhafter wirken dagegen die Bestimmungen über Insolvenzkredite im Nachverfahren. Danach kann im gestaltenden Teil des Sanierungsplans festgelegt werden, daß die Insolvenzgläubiger nachrangig sind gegenüber Gläubigern aus Kreditforderungen, die der Schuldner während der Zeit der Überwachung aufnimmt (§ 260 InsO) oder ein Massegläubiger in diese Zeit stehen läßt (§ 264 Abs. 1 InsO). Die Höhe der neuen Kredite ist jedoch beschränkt nach § 264 Abs. 1 InsO.

Der bemerkenswerteste Unterschied zwischen dem US-amerikanischen und deutschen Insolvenzrecht besteht darin, daß ein Chapter 11-Verfahren im allgemeinen **ohne Insolvenzverwalter durchgeführt** wird. Der Schuldner bleibt verfügungsbefugt, wird jedoch vom Gläubigerausschuß beaufsichtigt. Nur im Ausnahmefall wird ein Verwalter bestellt. Das alleinige Initiativrecht zur Aufstellung eines Sanierungsplans hat in den USA in den ersten 120 Tagen der Schuldner. Dieser Zeitraum wird von den Insolvenzrichtern oftmals verlängert, um dem Schuldner Zeit zu geben, in Verhandlungen mit den Gläubigern die erforderlichen Mehrheiten zur Fort-

175 Vgl. z.B. Uhlenbruck, W., (1994), S. 62.

führung der Unternehmung zu finden. Dieses System hat sich nach Urteil erfahrener Insolvenzpraktiker bewährt. In Deutschland wird die Bestellung eines Insolvenzverwalters dagegen als Regelfall angesehen. Das Insolvenzgericht kann jedoch auch eine Eigenverwaltung des Schuldners unter Aufsicht eines Sachwalters anordnen, bei der der Schuldner verfügungsbefugt bleibt.

Die Tatsache, daß der Schuldner in aller Regel seinen Einfluß verliert, dürfte die Sanierungsorientierung des neuen Insolvenzrechts gleichwohl stark vermindern, da der Insolvenzverwalter einen weitaus geringeren Anreiz hat, alle Weichen im Hinblick auf die Fortführung der Unternehmung zu stellen als der Schuldner. Im Gegenteil dürfte der Insolvenzverwalter eher Anreize haben, schnell eine Liquidation der Unternehmung einzuleiten, als eine zeitraubende und risikoreiche Unternehmungsfortführung auf sich zu nehmen. Nach § 63 Abs. 1 Satz 2 InsO wird der Regelsatz der Vergütung des Insolvenzverwalters **nach dem Wert der Insolvenzmasse** zur Zeit der Beendigung des Insolvenzverfahrens berechnet.[176] Die Möglichkeit einer abweichenden Vergütungsvereinbarung zwischen Gläubigerversammlung und Insolvenzverwalter wurde vom Gesetzgeber verworfen. Ebenso schwer dürfte wiegen, daß der Insolvenzverwalter im Regelfall weder nach Ausbildung noch nach Erfahrung in der Lage ist, die Geschäfte der insolventen Unternehmung fortzuführen.

Zusammenfassend scheint das Instrument des Sanierungsplans der InsO die Fortführung einer Unternehmung zu erleichtern. Die Frage wird allerdings lauten, wie das neue Recht von Insolvenzverwaltern und -gerichten gehandhabt wird, und damit, ob zukünftig die Insolvenz früher beantragt wird. Falls ein früher Insolvenzantrag für den Schuldner, speziell durch die Eigenverwaltung und Restschuldbefreiung, vorteilhaft ist, so können die Fortführungschancen der Unternehmung erheblich steigen.[177] Die Probleme des neuen Insolvenzrechts dürften deshalb eher in einer Rechtstradition in Deutschland liegen, die mehr auf Liquidation der Unternehmung abstellt, als auf deren Fortführung. Stellungnahmen, in denen generalisierend der „**Schuldner als Schuldiger**" ausgemacht wird, dürften so zu interpretieren sein.[178] Dabei werden gerade die gesamtwirtschaftlich wichtigen Vorteile eines schuldnerfreundlicheren Insolvenzrechts übersehen, das die Neigung zur Existenzgründung, eine Unternehmerkultur und die Erhaltbarkeit von Venture Capital unterstützt.

176 Vgl. Uhlenbruck, W., (1994), S. 92.

177 Vgl. z.B. Warrikoff, A., (1996), S. 495.

178 Vgl. z.B. Gravenbrucher Kreis, (1992), S. 657 ff.; Grub, V., Rinn, K., (1993), S. 1583 ff.

„It's a sin to lose money, a mortal sin."[1]

4 Sanierungsplanung als wertorientierte strategische Führungsaufgabe

4.1 Unternehmungswert als oberstes Unternehmungsziel

Die **Steigerung des Unternehmungswertes** ist, wie ein Blick auch in deutsche Geschäftsberichte beweist, zu dem zentralen Unternehmungsziel geworden. Die **Gründe** hierfür werden in der Liberalisierung der Kapitalmärkte, der damit einhergehenden Konkurrenz um institutionelle und private Investoren und teilweise in der erhöhten Bedeutung des Marktes für Unternehmungskontrolle gesehen. Zudem veränderte sich die Einschätzung der Rolle der Unternehmungszentrale.[2]

Grundlage einer wertorientierten Unternehmungszielkonzeption ist die Annahme, daß Unternehmungseigentümer mit der Überlassung von Kapital primär finanzielle Ziele verfolgen, um z.B. ihren Lebensunterhalt zu bestreiten.[3] Dazu streben sie eine Maximierung des Zahlungsstromes an, der ihnen von der Unternehmung zufließt. Dies bedeutet für Führungskräfte, daß sie gehalten sind, die Unternehmung nach den Zielvorstellungen der Eigenkapitalgeber zu führen, da andernfalls kein Kapital bereitgestellt würde. Sie müssen dafür Sorge tragen, daß die (voraussichtliche) Rendite die Eigenkapitalkosten, d.h. die Renditeerwartungen der Eigenkapitalgeber, übersteigt und den **Eigenkapitalwert der Unternehmung** maximieren.

Da der **Marktwert** eines Wertpapiers der Preis ist, den man für den damit verbundenen Zahlungsstrom zu entrichten hat,[4] erhöhen Maßnahmen, die zu einer Erhöhung des **Unternehmungskapitalwertes** führen auch den **Marktwert der Unternehmung**.[5] Das von vielen Unternehmungen angestrebte Ziel einer langfristigen Gewinnmaximierung unter Berücksichtigung spezifischer Nebenbedingungen drückt sich in der Maximierung ihres Eigenkapitalwertes aus. Dieser schlägt sich wiederum im Marktwert des Eigenkapitals nieder.[6]

---

1 Dunlap, A. J., zitiert in Gilson, S. C., Cott, J., (1996), S. 1.

2 Vgl. z.B. Henzler, H., (1988a), S. 1295 f. und 1297; Herter, R. N., (1994), S. 1 ff.; Hungenberg, H., (1992), S. 341 ff.; Ganz, M., (1991), S. 41 f.

3 Vgl. Schmidt, R. H., (1992a), S. 32 ff.

4 Vgl. Franke, G., Hax, H., (1990), S. 265.

5 Vgl. Süchting, J., (1995), S. 337 f.; Brüggerhoff, J., (1992), S. 60.

6 Vgl. Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., (1994), S. 22 f. Der Marktwert einer Unternehmung wird weiterhin durch das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage nach ihren Anteilen beeinflußt.

Aus Investorensicht sind unternehmerische Aktionen nur durchzuführen, sofern diese mit einer Marktwertsteigerung verbunden sind. Andernfalls sind entsprechende Investitionsprojekte abzulehnen, und das Kapital muß ausgeschüttet werden. Wendet man das Kapitalwertkriterium auf die Unternehmung an, so ist ihre Liquidation herbeizuführen, falls sie langfristig nicht in der Lage ist, den Zinssatz der Alternativanlage zu erwirtschaften, der in die Kapitalwertberechnung eingeht.[7] Die **Unternehmung** stellt in dieser Sichtweise ein **zeitlich begrenztes Investitionsprojekt** dar, das dann aufzulösen ist, wenn die Projektziele erfüllt sind oder nicht mehr erreicht werden können. Die Beantwortung der **Frage der Unternehmungserhaltung** auf der Basis dieses **Effizienzkriteriums** führt zudem **gesamtwirtschaftlich** zu einer **optimalen Ressourcenallokation**.[8] Die damit einhergehende Lenkung von Kapital (und Arbeit) in die optimale Verwendungsrichtung entscheidet letztendlich darüber, ob die Unternehmung fortbestehen kann. Mit dem Streben nach maximalem Unternehmungs(kapital-)wert ist damit in einem wettbewerblich organisierten Wirtschaftssystem eine bestmögliche Unternehmungsentwicklung und eine effiziente Kapitalallokation verbunden. Gleichzeitig werden die Voraussetzungen für eine optimale Erfüllung der Interessen aller Bezugsgruppen geschaffen.[9]

Eine geforderte Marktwertmaximierung des Eigenkapitals (*Shareholder Value*) wird in der Literatur kontrovers diskutiert und ist keinesfalls unumstritten. So sei dies eine einseitige Fixierung an den Interessen der Unternehmungseigentümer und führe zu einer Vernachlässigung der Ziele anderer Anspruchsgruppen.[10] Deshalb wird eine *Stakeholder-* statt *Shareholder-*orientierte Unternehmungsführung gefordert und die Steigerung des Unternehmungswertes allein dann bejaht, wenn dadurch **Nutzengenerierung für alle Bezugsgruppen** bewirkt wird.[11] Es seien demnach nicht Werte zugunsten der Shareholder, sondern Werte für alle Stakeholder zu schaffen. Statt des Effizienzkriteriums „Unternehmungswert“ wird eine **„sinnvolle Überlebensfähigkeit“** als oberstes Unternehmungsziel vorgeschlagen, die als Indikator für eine erfolgreiche Kooperation der beteiligten Anspruchsgruppen dienen soll. Sie sei dann gegeben,

---

7 Vgl. Wenger, E., (1989), S. 167. Kurzfristig ist von der Unternehmung jedoch zu fordern, daß sie die mögliche Verzinsung des Liquidationserlöses erwirtschaftet.

8 Vgl. ähnlich Wenger, E., (1981), S. 7 und im Zusammenhang mit Unternehmungsakquisitionen Gomez, P., Weber, B., (1989), S. 14.

9 Vgl. Hahn, D., (1994), S. 68 ff.

10 Vgl. z.B. Janisch, M., (1993), S. 105 f.; Gomez, P., (1993), S. 102 f.

11 Vgl. Jahnisch, M., (1993), S. 109; Gomez, P., (1993), S. 30. Durch eine „monistische“ Zielkonzeption würde sonst die alte Kritik an der Betriebswirtschaftslehre als „Profitmaximierungskunstlehre“ bzw. „Hilfswissenschaft für Anteilseigner“ ihre volle Berechtigung erfahren. Vgl. Janisch, M., (1993), S. 105 und zu diesen Schlagworten Wenger, E., (1981), S. 12 f.

wenn für alle Anspruchsgruppen **Nutzen geschaffen** werde.[12] Das gemeinsame Problem dieser Ansätze besteht jedoch darin, daß Ziele einzelner Anspruchsgruppen über qualitative, gruppenspezifische Nutzengrößen zu operationalisieren aufgrund der unmöglichen intersubjektiven Vergleichbarkeit weder theoretisch noch praktisch gelingen kann und willkürlich bleiben muß.[13] Aufgrund einer fehlenden Bewertungsgrundlage sind Empfehlungen für unternehmerisches Handeln auf dieser Basis nicht möglich.[14]

Bei der Kritik an der Orientierung an den finanziellen Zielen der Eigenkapitalgeber der Unternehmung wird ferner übersehen, daß die Existenz anderer Zielgrößen keinesfalls geleugnet wird. Gehen andere Ziele wie die Erhaltung von Arbeitsplätzen oder das Ansehen der Gesamtunternehmung mit in die Entscheidungsfunktion der Unternehmungseigentümer ein, so können Entscheidungen kurzfristig von denjenigen abweichen, die den Kapitalwert der Unternehmung maximieren.[15] So erscheint es durchaus plausibel, das Hauptziel einer Unternehmung darin zu sehen, den Nutzen ihrer Bezugsgruppen zu maximieren.[16] Zur Beurteilung der Unternehmung und ihrer Manager ist jedoch ein transparenter und operationalisierbarer Maßstab erforderlich. Der Unternehmungswert erfüllt diese Aufgabe besser als subjektive Nutzengrößen, die für verschiedene Bezugsgruppen höchst unterschiedlich ausfallen. Er kann einerseits als **Indikator für die Prosperität und Effizienz der Unternehmung** aufgefaßt werden und stellt eine angemessene Zielvereinfachung dar.[17]

Deshalb und auf der Basis der Kritik am Shareholder Value-Ansatz entwickelt HAHN das Konzept des **residualen Unternehmungskapitalwertes** und zeigt, daß die Maximierung residualer Überschüsse allen Interessengruppen der Unternehmung zugute kommt. Mit dem Streben nach einem maximalen (Kapital-) Wert der Unternehmung ist in marktwirtschaftlich organisierten Wirtschaftssystemen eine bestmögliche Unternehmungsentwicklung verbunden, die den Interessen aller Bezugsgruppen dient.[18] Seine Höhe kann andererseits als **Indikator für die Zielerreichungsmöglichkeiten** aller Interessengruppen angesehen werden.

12 Vgl. Janisch, M., (1993), S. 143.

13 Vgl. Hachmeister, D., (1995), S. 34 f.; Picot, A., Michaelis, E., (1984), S. 253.

14 Vgl. ähnlich Schmidt, R. H., (1992a), S. 27 f. Vgl. zu einem Versuch mit Hilfe der Nutzwertanalyse Janisch, M., (1993), S. 399 ff.

15 Vgl. Hax, H., (1985), S. 9. Ähnlich Sieben, G., (1993), Sp. 4327; Schmidt, R. H., (1992), S. 26.

16 Vgl. Pümpin, C., (1994), S. 275.

17 Vgl. Hachmeister, D., (1995), S. 19; Drukarczyk, J., (1993), S. 78.

18 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 13 ff. Vgl. auch Zettel, W., (1995), S. 22.

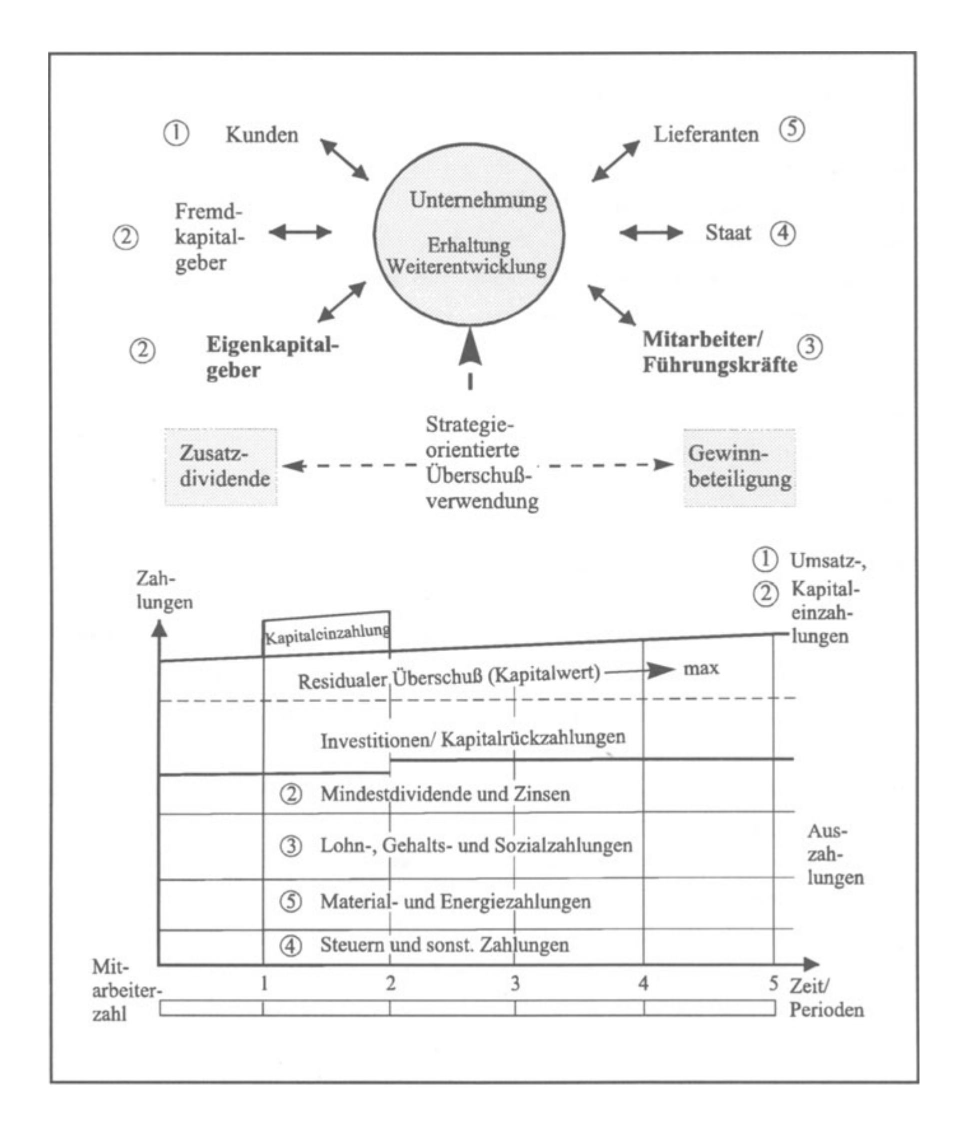


Abbildung 4.1: Interessengruppen und generelle monetäre Unternehmungsziele[19]

Im Allgemeinen ist das Ziel einer Maximierung von Shareholder Value bzw. residualem Unternehmungskapitalwert nur zu erreichen, wenn vorrangige Ansprüche der Fremdkapitalgeber er-

19 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 13.

füllt werden.[20] Zur Analyse der Zielbeziehungen anderer Interessengruppen zu diesem Ziel ist eine differenziertere Betrachtung notwendig. Es kann jedoch festgestellt werden, daß die Interessen aller Bezugsgruppen mittelfristig nicht zu gewährleisten sind, falls die Unternehmung das Vermögen ihrer Eigentümer vernichtet. Auch HAHN betont, daß die Träger der Unternehmung, Eigenkapitalgeber und Mitarbeiter, insbesondere Führungskräfte, keineswegs nur an **residualen Überschüssen** partizipieren sollten. Analog kann von ihnen verlangt werden, sich auch an **residualen Fehlbeträgen** zu beteiligen, indem sie ihre Ansprüche vermindern oder es ist ggf. hinzunehmen, daß die Unternehmung aufgelöst wird.[21]

4.2 Sanierungsplanung als Aufgabe zur Erhaltung und Schaffung von Unternehmungswert

4.2.1 Grundsätzliches

Ziele sind zentrale Größen eines jeden Planungsprozesses,[22] da sie als Maßstäbe zur Beurteilung zukunftsorientierten Handelns dienen. Entscheidungen sind demzufolge nur dann rational, wenn sie zielorientiert sind, d.h. ausgelöste Aktionen der Zielerreichung dienen. Als generelles Ziel einer Unternehmungssanierung war die **Existenzsicherung der Unternehmung** durch die Wiederherstellung ihrer **Ertragskraft** bezeichnet worden. Diese ist die Voraussetzung für Zahlungen an die Kapitalgeber der Unternehmung und drückt sich am besten im Kapitalwert der Unternehmung aus. Der Unternehmungswert ist demzufolge diejenige vereinfachende Zielgröße, an der sich eine Unternehmungssanierung orientieren muß: Ziel einer Unternehmungssanierung sollte es sein, **nachhaltige Unternehmungswertvernichtung zu beenden** und **neue Unternehmungswerte zu schaffen**. Eine solche Sanierungszielkonzeption berücksichtigt, daß letztlich die Kapitalgeber der Unternehmung über ihre Fortführung entscheiden.[23] So kann z.B. aus Sicht der Unternehmungseigentümer eine Fortführung der Unternehmung selbst dann zu einer Verminderung ihres Vermögens führen, obwohl alle anderen Interessengruppen kurzfristig profitieren können. Langfristig können jedoch alle Interessengruppen ausschließlich

---

20 Von der Möglichkeit zu „risk-shifting“, d.h. bei konstantem oder sinkendem Unternehmungswert eine Erhöhung des Eigenkapitalwertes dadurch zu erreichen, daß das Risiko für bereits akquiriertes Fremdkapital erhöht wird und somit der Marktwert des Fremdkapitals sinkt, soll abstrahiert werden. Vgl. z.B. Drukarczyk, J., (1980), S. 172 ff.

21 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 14 ff., insb. S. 16.

22 Vgl. Wild, J., (1982), S. 52; Heinen, E., (1976), S. 18 ff.

23 Vgl. Bühner, R., (1994), S. 11. Vgl. auch Groß, P. J., (1988), S. 153; Peemöller, V. H., Weigert, S. J., (1995), S. 2317.

dann von einer Unternehmung profitieren, wenn dies auch für ihre Eigen- sowie für ihre Fremdkapitalgeber möglich ist.[24]

Die bisher gemachten Aussagen beziehen sich nur auf die Schaffung bzw. Erhaltung von Werten. Die **Verteilung dieser Werte** ist von diesem Ziel getrennt zu betrachten und im Rahmen von Aushandlungsprozessen zu lösen. Eine Orientierung am Unternehmungswert ist damit einzel- und gesamtwirtschaftlich **effizient sowie operationalisierbar**. Wird die Erhaltung und Schaffung von Unternehmungswert als Sanierungsziel angesehen, so wird damit explizit eine **Investorenperspektive** eingenommen, d.h. die Sicht derjenigen Interessengruppen, die der Unternehmung **Eigen- oder Fremdkapital** zur Verfügung stellen. Im weiteren Sinne können jedoch auch **andere Interessengruppen als Investoren** angesehen werden, falls sie kurzfristig Nachteile in Kauf nehmen, um langfristig von einer Unternehmungserhaltung zu profitieren. Grundsätzlich können folgende Vorteile einer unternehmungswertorientierten Sanierungszielkonzeption herausgearbeitet werden:

- **Integration auf der Ebene der Zielbildung und Bewertung**. Durch eine Unternehmungssanierung sollen, unter Berücksichtigung von Kapitalmarktanreizen, Wertpotentiale erschlossen werden (Unternehmungswert als Ziel). Die Unternehmungsbewertung kann dabei Zeit- und Risikoaspekte (Unternehmungswert als Kalkül) verdeutlichen und die Sanierungswürdigkeitsentscheidung konkretisieren.[25]

- **Die Risikostruktur der Zahlungen wird berücksichtigt**. Ertragsziele akut krisenhafter Unternehmungen können nicht mit prosperierenden Unternehmungen verglichen werden. Demzufolge müssen die hohen Risiken berücksichtigt werden, denen die Zahlungsströme akut krisenhafter Unternehmungen ausgesetzt sind.

- **Der Ansatz ist zukunftsorientiert und berücksichtigt den Zeiteffekt**. Eine vorhandene Ertragskraft kann in akuten Unternehmungskrisen nicht als Maßstab für die Beurteilung des „Investitionsprojektes Unternehmungssanierung" herangezogen werden. Zudem sind zukünftige Erfolge in ihrem Wert zu berichtigen.

24 Vgl. Bühner, R., (1994), S. 11; Spremann, K., (1992), S. 379.

25 Vgl. allgemein Hachmeister, D., (1995), S. 8.

- **Unternehmungssanierungen benötigen die disziplinierende Wirkung der Investitionsrechnung**. Die Beurteilung der Sanierungswürdigkeit der Unternehmung und von Sanierungsstrategien allein aufgrund qualitativer Überlegungen ist dagegen unzureichend. Vielmehr sollten die Auswirkungen alternativer Planungen als Szenarien dargestellt, ihre Auswirkungen auf den Unternehmungswert simuliert und qualitative Planungsmethoden der strategischen Planung in die quantitative Prognose des Unternehmungswertes eingebunden werden.[26]

- **Der Unternehmungswert kann auf der Basis von Finanzplandaten errechnet werden**. Da qualitative Planungen hinsichtlich ihrer Auswirkungen auf die Finanzplanung analysiert werden müssen, kann eine integrierte Liquiditäts- und Wertsteigerungsanalyse und -planung stattfinden.[27]

4.2.2 Erhaltung von Unternehmungswert als Ziel der Sanierungsplanung

Die Aufgabe von Unternehmungssanierungen besteht darin, für eine **Erhaltung von Unternehmungswert** zu sorgen, indem die im Verlauf von Unternehmungskrisen zu verzeichnende Wertvernichtung beendet, eine Unternehmungszerschlagung vermieden und vorhandenen Potentialkombinationen wieder zu einer **ökonomisch sinnvollen Verwendung verholfen** wird. Damit ist sowohl eine **prozessuale** als auch eine **potentialorientierte Sichtweise** möglich.

Aus **prozessualer Sicht** kann es als Aufgabe von Unternehmungssanierungen angesehen werden, das im Verlauf von Unternehmungskrisen zu verzeichnende Sinken sowohl des Fortführungs- als auch des Liquidationswertes zu beenden,[28] um dann in einem zweiten Schritt die Steigerung des Unternehmungswertes einleiten zu können. Zunächst sollte es der Sanierungsplan damit ermöglichen, die Wertvernichtung durch den Produktentstehungs- und -vermarktungsprozeß zu beenden und sowohl dem finanziellen als auch substantiellen Ausbluten der Unternehmung Einhalt gebieten. Dies bedeutet, daß der im Interesse der Unternehmungszielerreichung erforderliche Kombinationsprozeß materieller und immaterieller Werte, der als Einheit den Erfolgsstrom der Unternehmung hervorbringt, vor weiteren Auflösungserscheinungen

26 Vgl. allgemein Hahn, D., (1996), S. 312; Henzler, H., (1988a), S. 1296 f.

27 Vgl. z.B. Pümpin, C., Prange, J., (1991), S. 199.

28 Vgl. Groß, P. J., (1988), S. 224.

zu bewahren ist. Auflösungserscheinungen zeigen sich z.B. darin, daß die qualifiziertesten Mitarbeiter und Führungskräfte die Unternehmung verlassen, daß kein Sinn mehr darin gesehen wird, sich für die Unternehmung einzusetzen oder daß gesetzwidrige Handlungen zunehmen.

Werte können jedoch nur dann erhalten werden, wenn eine Fortführung der Unternehmung vorteilhafter ist als ihre Zerschlagung. Andernfalls ist dies durch den Sanierungsplanungsprozeß zu identifizieren und eine Liquidation der Unternehmung schnellstmöglich einzuleiten, um eine weitere Verminderung des Liquidationswertes zu vermeiden und das Vermögen der Kapitalgeber vor weiteren Verlusten zu bewahren. Eine schnelle Sanierungswürdigkeitsentscheidung kann jedoch nicht nur aus dieser Sicht zu einer Erhaltung von Unternehmungswert führen. Vielmehr kann durch einen außergerichtlichen Sanierungsplan Unternehmungswert auch dadurch erhalten werden, daß eine insolvenzrechtliche Sanierung vermieden wird, da durch eine außergerichtliche Sanierung direkte und indirekte Insolvenzkosten gespart werden können.[29]

Aus **potentialorientierter Sicht** soll der Sanierungsplan eine Unternehmungszerschlagung verhindern, die ohne dessen Umsetzung unvermeidlich wäre. Die Unternehmung war bereits an anderer Stelle dieser Arbeit als Faktorkombination und als Instrument zur **Wertschöpfung durch Ressourcenpoolung** beschrieben worden. Die synergetischen Effekte dieses Betriebsmittelverbundes werden durch eine Zerschlagung jedoch zerstört. Die einzelnen Vermögensgegenstände verlieren dadurch an Wert, daß sie isoliert häufig zu keiner Nutzung fähig sind und damit ein ökonomisch gebotener Nutzungszusammenhang aufgelöst wird.[30]

Der Anreiz zu einer Unternehmungserhaltung ist aus dieser Sicht zudem um so größer, je höher der Anteil am Vermögen der Unternehmung ist, der aus nicht verkehrsfähigen, meist immateriellen („intangiblen“) sowie aus spezifischen Vermögensgegenständen besteht. Dieses Vermögen besteht z.B. aus dem Arbeitseinsatz und der Motivation der Mitarbeiter, aus zukünftigen Wachstumschancen, aus unternehmungsspezifischen Erfahrungen, Verbindungen und Kompetenzen. Der über Jahre hinweg erworbene Erfahrungsschatz sowie das eingespielte Zusammenwirken der Mitarbeiter gingen verloren.[31] **Verbindungen** liegen z.B. zu Zulieferern, in Form eines festen Kundenstammes oder aufgrund von Interaktionserfahrung mit Be-

---

29 Vgl. z.B. Drukarczyk, J., (1995), S. 40 ff. Für die USA liegen Studien vor, die es als signifikant ansehen, daß außergerichtliche Sanierungen mit geringeren Kosten verbunden sind als insolvenzrechtliche Sanierungsprozesse. Vgl. Gilson, S. C., (1991), S. 62 ff.

30 Vgl. Wenger, E., (1981), S. 60 f.; Pausenberger, E., (1970), S. 658.

31 Vgl. Drukarczyk, J., (1987), S. 30.

hörden vor. **Kompetenzen** können in Form spezifischer Branchen-, Produkt-, Organisations-, Forschungs-, Entwicklungs- oder Produktionskompetenzen vorhanden sein. Ein weiterer Bestandteil des Unternehmungsvermögens ist die Existenz einer funktionsfähigen **Organisation**.[32] Ein bereits vorhandenes System kann, z.B. aus Sicht eines externen Investors, im Vergleich zu einer Neugründung einen erheblichen Entwicklungsvorsprung bedeuten. Damit wird auch deutlich, daß diese Potentiale nur dann einen Wert haben, falls sie zukunftsgerichtet mit einem Investitionskalkül verbunden werden können.

4.2.3 Schaffung von Unternehmungswert als Ziel der Sanierungsplanung

Unternehmungskrisen führen in ihrem Verlauf zu einem Sinken des Unternehmungswertes, bis in einem akuten Stadium zwangsläufig eine Entscheidung über eine **Fortführung oder Liquidation** der Unternehmung gefällt werden muß. Deshalb wird der Unternehmungswert - je nach gewählter Alternative - durch ihren **Fortführungs-** oder **Liquidationswert** repräsentiert. Der **Wert**, der aus Sicht der Kapitalgeber durch eine Sanierung geschaffen wird, ist damit die Differenz zwischen dem Liquidationswert und dem Fortführungswert der Unternehmung[33] und soll im weiteren Verlauf der Arbeit als **Sanierungswert** bezeichnet werden. Bei Aktiengesellschaften kann sich der Sanierungswert auch im Marktwert der Gesellschaft vor- und nach einer Sanierung ausdrücken. Möglichkeiten zur Wertsteigerung in akuten Unternehmungskrisen sind hochgradig unternehmungsspezifisch. Es können jedoch **vier Wertequellen** unterschieden werden.

(1) Das Potential der Unternehmung

Um **Ziele** erreichen zu können, werden **Potentiale** benötigt. Diese wurden in der Betriebswirtschaftslehre klassischerweise in der System- und Produktionstheorie betrachtet.[34] In den siebziger Jahren erfuhr der Potentialbegriff eine wesentliche Ausweitung. Um „die **vorhandenen**

32 Vgl. Nathusius, K., (1979), S. 122.

33 Vgl. Groß, P. J., (1988), S. 204.

34 So unterscheidet HEINEN **technisch-materiell** Potential- und Repetierfaktoren. Vgl. Heinen, E., (1974), S. 297. Während Potentialfaktoren (Maschinen/Arbeitskräfte) ein Nutzenpotential verkörpern, kommt Repetierfaktoren, wie Werk-, Hilfs- und Betriebsstoffen ein Verbrauchspotential zu. HAHN kennzeichnet Potentiale(lemente) aus **systemtheoretischer Sicht** als „Bestandsgrößen, mit Leistungsvermögen, die der Unternehmung in der Regel relativ dauerhaft zur Verfügung stehen." Hahn, D., (1996), S. 22.

Stärken eines Unternehmens aufzuspüren und in die langfristige Planung einzubeziehen",[35] werden von KREIKEBAUM **materielle** und **immaterielle Potentiale** analysiert. Erstere beziehen sich auf Organisationsmittel, Fertigungskapazitäten, Werkstoffe, Forschungseinrichtungen, Absatzwege, Arbeitskräfte und Finanzen. Das Know-how, die Produktideen und die Vorstellungen der Mitarbeiter über das organisatorische, produktionstechnische und absatzwirtschaftliche Vorgehen bilden das immaterielle Potential der Unternehmung.[36] Die Notwendigkeit spezifischer Potentiale als Erfolgs**voraussetzung** stellt dagegen GÄLWEILER in den Mittelpunkt seiner Betrachtungen. Diese haben eine erfolgsdeterminierende Wirkung und werden so zu **Erfolgspotentialen**. Es handelt sich um „das gesamte Gefüge aller jeweils produkt- und marktspezifischen erfolgsrelevanten Voraussetzungen, die spätestens dann bestehen müssen, wenn es um die Erfolgsrealisierung geht."[37] Das Vorhandensein von Erfolgspotentialen reicht jedoch zur Erfolgsgenerierung nicht aus. **Potentiale müssen** darüber hinaus **aktiviert werden**, wozu spezielles Know-how und spezielle Ressourcen benötigt werden.[38] Ein so umschriebener Potentialbegriff kann - analog zum allgemeinen Potentialbegriff (lat. „Vermögen", „Kraft") - als Leistungs- oder Wirkungs**fähigkeit** bzw. **-vermögen** verstanden werden, das keineswegs aktiviert sein **muß**.

PÜMPIN erweitert Anfang der neunziger Jahre die Diskussion um eine weitere Facette, indem er den bereits bei HEINEN zu findenden Begriff des **Nutzenpotentials** aufgreift und wesentlich erweitert. Er versteht darunter „eine in der Umwelt, im Markt oder im Unternehmen latent oder effektiv vorhandene Konstellation ..., die durch Aktivitäten des Unternehmens zum Vorteil aller Bezugsgruppen und des Unternehmens selbst erschlossen werden kann."[39] Ein Nutzenpotential kann damit nicht nur über den Markt (Marktpotential), sondern auch über die gesamte Wertschöpfungskette realisiert werden. Neben dem Finanz- und Humanpotential nennt PÜMPIN explizit das „Restrukturierungspotential."[40] Auch PÜMPIN betont, daß es sich um

35 Kreikebaum, H., (1971), S. 262. Hervorhebung durch den Verfasser.

36 Vgl. Kreikebaum, H., (1971), S. 262.

37 Gälweiler, A., (1987), S. 26. Vgl. auch den Literaturüberblick über Erfolgspotentialkon-zepte bei Richert, E., (1992), S. 83 ff.

38 Auch KREIKEBAUM betont später, daß sich der Begriff „Potential" auf „raum- und zeitabhängige Möglichkeiten einer Unternehmung (bezieht, A.d.V.), die aktiviert werden müssen." Kreikebaum, H., (1987), S. 42. RICHERT betrachtet das strategische Potential als ein „strategisches Kräftefonds", das der Aktivierung bedarf. Vgl. Richert, E., (1992), S. 99 f.

39 Pümpin, C., (1992), S. 49 f.

40 Pümpin, (1994), S. 279.

bereits existierende Konstellationen handelt, die jedoch **erkannt** und **erschlossen** werden müssen.[41]

Durch die Aktivierung bzw. Nutzung solcher Potentiale können ggf. sehr hohe Werte geschaffen werden. Die **Wertlücke** zwischen aktuellem und potentiellem Unternehmungswert **kann sehr groß sein**. So stieg die Marktkapitalisierung von SCOTT PAPER COMPANY durch die Überwindung einer akuten Krise in zwanzig Monaten um mehr als 6 Milliarden Dollar.[42] Wertlücken können wegen einer Vielzahl von Gründen entstehen. Oftmals haben Unternehmungen vielfältige, brachliegende Potentiale, die der Aktivierung bedürfen. Diese *„hidden assets"* können z.B. in Form spezieller Produkte oder Fähigkeiten existieren, die aber bisher nicht erfolgswirksam wurden.[43] Falls die Unternehmung in dieser Hinsicht zwar ertragsschwach aber noch substanzstark ist, können hohe Sanierungswerte in relativ kurzer Zeit geschaffen werden, da bisher nicht genutzte Potentiale vergleichsweise kurzfristig aktiviert werden können.

Krisenunternehmungen haben jedoch immer erhebliche **Mißerfolgspotentiale**, die eine Sanierung unmöglich machen können.[44] Zudem haben akut krisenhafte Unternehmungen ihr Potential oftmals bereits ausgeschöpft, während prosperierende Unternehmungen ein noch aktivierbares Potential aufweisen. Ein aktivierungsfähiges Potential schafft Wertlücken in **zwei verschiedenen Formen**. **Erstens** kann eine *„opportunity gap"* existieren durch **ungenutzte Chancen**, die z.B. durch den Eintritt in neue Märkte, die Einführung neuer Produkte oder einen ertragreicheren Produktmix geschlossen werden kann. Zweitens kann eine *„performance gap"* vorliegen, die durch effizienzsteigernde und kostensenkende Maßnahmen zu schließen ist.[45]

(2) Effizienteres Management zur Schließung der Wertlücke

Zur Schließung von *opportunity* und *performance gap* müssen strategische und operative Veränderungen geplant und durchgesetzt werden, die zu einer Aktivierung des Unterneh-

41 Vgl. Pümpin, C., (1992), S. 55.

42 Vgl. Gilson, S. C., (1997), S. 1 sowie Byrne, J. A., (1996), S. 56. Die Steigerung entsprach einer Erhöhung der Börsenkapitalisierung um 225%.

43 Vgl. Fischer, G., Möhlmann, B., Risch, S., (1993), S. 221.

44 Vgl. Lewis, W. W., (1990), S. 48.

45 Vgl. zu diesen Begriffen Prahalad, C. K., (1997), S. 174.

mungspotentials führen. Oftmals sind Wertlücken allein durch ein **neues qualifizierteres Management** in maßgeblichen Bereichen der Unternehmung zu schließen. **Auf der anderen Seite ist in der Praxis** eine Wertsteigerung oftmals dann am leichtesten zu realisieren, wenn ein inkompetentes Management als Krisenursache ausgemacht werden kann. Eine Steigerung des Unternehmungswertes kann dann bereits durch den Austausch der Unternehmungsführung herbeigeführt werden, welche die Unternehmungsressourcen effizienteren Verwendungen zuführen kann. Falls die Unternehmung trotz qualifizierter Unternehmungsführung in die Krise geraten ist, so sind die Wertsteigerungschancen naturgemäß skeptischer einzuschätzen.

(3) Marktineffizienzen

Besondere **Wert(steigerungs)potentiale** ergeben sich aus Chancen, die von anderen Marktteilnehmern noch nicht erkannt wurden. Sie sind nur zu erschließen, falls sie auf privaten Vorteilen hinsichtlich der Erhaltung oder Verarbeitung von Informationen basieren, die noch nicht im Marktwert der Unternehmung reflektiert werden.[46] Ein Markt wird dann als **informationseffizient** angesehen, wenn sich Informationen, die für die Entscheidungen der Marktteilnehmer Relevanz besitzen, unverzüglich und vollständig in den Marktpreisen widerspiegeln.[47] Von **schwach effizienten** Kapitalmärkten wird gesprochen, wirkt lediglich die Reihenfolge vergangener Kursänderungen auf die Höhe der Kurse ein. Während bei **halbeffizienten** Kapitalmärkten alle öffentlich verfügbaren Informationen in die Kurse eingehen, spiegeln **streng informationseffiziente** Kapitalmärkte auch Informationen wider, die nur Insidern bekannt sind.[48] Während die strenge Form als empirisch widerlegt gilt,[49] wurde die Möglichkeit der Kapitalmarkteffizienz in schwacher und halbeffizienter Ausprägung in Erwägung gezogen.[50] In neueren Arbeiten werden jedoch auch diese in Zweifel gezogen.[51] Damit ist es theoretisch möglich, daß Investoren aus Informationsvorsprüngen einen besonderen Nutzen ziehen können. Auf effizienten Märkten für Eigen- und Fremdkapital könnte durch eine Unternehmungs-

46 Vgl. Ganz, M., (1991), S. 41.

47 Vgl. Möller, H. P., (1985), S. 500.

48 Vgl. zu dieser gebräuchlichsten Einteilung Fama, E. F., (1970), S. 388. Das Konzept ist jedoch nicht statisch zu interpretieren. Vielmehr ist die Anpassungsgeschwindigkeit eines Marktes durch die Verarbeitung neuer Informationen als Gradmesser für seine Informationseffizienz anzusehen.

49 Vgl. Jaffe, J., (1974); Süchting, J., (1995), S. 398; Drukarczyk, J., (1993), S. 86; Günther, T., Otterbein, S., (1996), S. 392.

50 Vgl. z.B. Möller, H. P., (1985), S. 500 ff.; Drukarczyk, J., (1993), S. 89; Andersen, T. M., (1985), S. 368.

51 Vgl. Röckemann, C., (1995), S. 11.

sanierung dagegen keine „Überrendite“ erzielt werden, da die Unternehmung in der Nähe des Fortführungswertes veräußert werden kann[52] bzw. alle Risiken und Chancen im Kurs ihrer Aktien enthalten sind.

In der Praxis sind auf Marktineffizienzen beruhende Wertsteigerungsmöglichkeiten am einfachsten auszunutzen. Diese können z.B. darauf beruhen, daß Anleger überreagieren.[53] Dies bedeutet, daß sie bei Bekanntwerden einer Unternehmungskrise ihr Kapital zurückziehen und so einen Sturz des Aktienkurses verursachen. Zudem sind die Chancen akut krisenhafter Unternehmungen aufgrund der schwierigen Informationslage und „sich überschlagender Ereignisse“ besonders schwer einzuschätzen. Dies versuchen sich spezialisierte Investoren zu Nutze zu machen. Es existieren auf dem Kapitalmarkt Instrumente, die von dieser Hypothese einerseits profitieren wollen und damit andererseits diese Gewinnmöglichkeiten letztlich eliminieren. Beispielsweise haben sich spezielle Investmentfonds auf Krisenunternehmungen spezialisiert. Das Ziel dieser „Turnaround-Investmentfonds“ ist es, von hohen Wertsteigerungsmöglichkeiten einer Sanierung zu profitieren und gleichzeitig eine Risikostreuung zu ermöglichen.[54] Zudem gibt es Investmentbriefe, die sich ausschließlich mit der Analyse von Turnaround-Werten befassen.[55] In den USA haben außerdem Investoren in Fremdkapital akut krisenhafter Unternehmungen („*junk debt*“) zunächst äußerst hohe Renditen erzielt, bis der Markt soweit effizient geworden war, daß diese Überrenditen heute nicht mehr existieren.[56]

(4) Value transfer

Unternehmungssanierungen beinhalten in fast allen Fällen eine **Neuverhandlung expliziter oder impliziter Kontrakte, Ansprüche, Verpflichtungen und Erwartungen der verschiedenen Interessengruppen** in bezug auf die Unternehmung. Die Unternehmungsführung kann dabei versuchen, die Ansprüche einzelner Interessengruppen soweit zu vermindern, bis aus der Sicht dieser Gruppen ein gerade noch akzeptables Verhältnis zwischen ihren Beiträgen und

---

52 Zu berücksichtigen sind dabei jedoch die anfallenden Transaktionskosten.

53 Vgl. zu dieser Hypothese z.B. Röckemann, C., (1995), S. 32 ff. Rückstellungsbewegungen auf Kurseinbrüche sind um so stärker, je stärker die vorangegangene Bewegung war.

54 Vgl. dazu Seeger, C., (1995), S. 168 ff.; o.V., (1995), S. 258. Vgl als Beispiel für eine passive Investitionsstrategie Rossant, J., (1997), S. 50 ff.

55 Vgl. z.B. The Turnaround Letter. Quelle: Internet, Adresse: http://www.turnarounds.com.

56 Vgl. dazu Gilson, S. C., (1995), S. 13 sowie Kapitel 4.4.3 dieser Arbeit.

den durch die Unternehmung bereitgestellten Anreizen besteht.[57] Eine Durchsetzung dieser Veränderung der Anreiz-Beitrags-Relation kann in akuten Krisen ggf. dadurch erleichtert werden, daß andernfalls der Bestand der Unternehmung gefährdet wäre. Typische Beispiele möglicher **Anreizreduzierungen** oder **Beitragserhöhungen** bestehen in unbezahlter Mehrarbeit, Lohnverzichten, geringeren Abnahmepreisen für Zulieferteile, die Durchsetzung höherer Verkaufspreise, Steuerstundungen und Subventionen, Zinsverzichten, Stundungen oder einem (Teil)Erlaß von Darlehen. Eigenkapitalgeber müssen dagegen durch eine Umwandlung von Fremdkapital in Eigenkapital oftmals eine Verdünnung ihres Anteils hinnehmen. Abbildung 4.2 zeigt einen möglichen Zusammenhang einzelner Wertschaffungsquellen. Von den genannten Quellen kann jedoch ggf. auch einzeln profitiert werden.

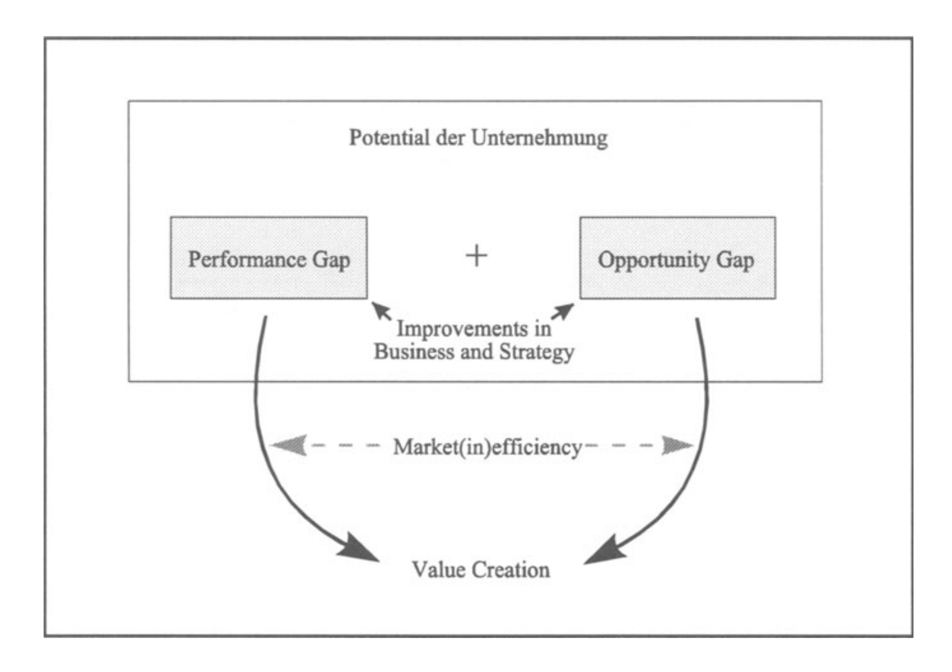


Abbildung 4.2: Wertschaffungsquellen im Rahmen einer Unternehmungssanierung[58]

57 Vgl. Gilson, S. C., (1997), S. 2; Hahn, D., (1996), S. 16 sowie S. 123 ff. dieser Arbeit.

58 Vgl. in diesem Zusammenhang auch Abbildung 3.7.

4.3 Ziele und Strategien potentieller Investoren in Deutschland

4.3.1 Grundsätzliches

Wird die Unternehmungssanierung als Aufgabe zur Erhaltung und Schaffung von Unternehmungswert aufgefaßt, so wird die **Perspektive von Investoren** eingenommen und die **Unternehmungssanierung als Investitionsprojekt** angesehen. Für die Investitionsentscheidung der Investoren ist der Sanierungsplan i.d.R. die Voraussetzung; er wird auf diese Weise zum Investitionsplan. Der Sanierungsplan ist entweder die Basis für eine Investitionsentscheidung (passiver Investor), oder die Investoren nehmen aktiv Einfluß auf dessen Erstellung und Durchsetzung (aktiver Investor).

Neue Investoren haben noch kein Kapital in der Unternehmung gebunden und haben demzufolge höhere Renditeforderungen als Altinvestoren, denen es primär darum geht, ihr bisheriges Engagement zu retten. Neben der Rechtsstellung der Kapitalgeber kann ferner zwischen internen und externen Investoren unterschieden werden, die sich in erster Linie in ihren Einblicksmöglichkeiten unterscheiden. Vgl. Abbildung 4.3.

& freiwilliger (neuer) /unfreiwilliger (bisheriger) Investor	& Kapitalbindung vor Sanierungsbeginn, z.B. & Gläubiger (unfreiwillig) & Sanierungsakquisition (freiwillig)
& interner/externer Investor	& Einfluß auf die Unternehmungsführung vor Sanierungsbeginn, z.B. & Sanierungs-MBO (intern) & Sanierungs-MBI (extern)
& aktiver/passiver Investor	& Einfluß auf den Sanierungsprozeß, z.B. & Sanierungsgesellschaft (aktiv) & Kapitalbeteiligungsgesellschaft (passiv)
& Fremdkapital/Eigenkapital Investor	& Rechtsstellung des Kapitals, z.B. & Alteigentümer (EK) & Hausbank (FK)

Abbildung 4.3: Investorentypologie

4.3.2 Ziele und Strategien der bisherigen Investoren

4.3.2.1 Ziele und Strategien der bisherigen Eigentümer

Aus der Sicht **bisheriger** bzw. **aktueller Unternehmungseigentümer** stellen Unternehmungskrisen eine hochgradige Bedrohung für ihr investiertes Vermögen dar. Ihr maßgebliches Ziel besteht demzufolge in der **Erhaltung** bzw. **Verlustminimierung** des Wertes ihres **Eigenkapitalanteils**.[59]

Grundsätzlich bietet sich die Unterscheidung an, ob es sich bei der Unternehmung um eine **Familienunternehmung** handelt oder ob sie **Teil eines Konzernverbundes** ist. Da das Bedrohungspotential naturgemäß mit der Höhe und dem Anteil des Engagements am Gesamt (privat)vermögen sowie dem Grad der Beleihung privaten Vermögens steigt, kommt der Vermögensbedrohung besonders im Fall einer Familienunternehmung eine herausragende Bedeutung zu.[60] Vielfach ist, um in der Wachstumsphase Eigenkapital zu bilden, der weitaus größte Teil des Familienvermögens in der Unternehmung gebunden und damit die materielle Lebensgrundlage im Falle einer Krise in Frage gestellt.[61] Da in aller Regel weitere Mittel als Eigenkapital zur Verfügung gestellt werden müssen, stellt sich bei Kapitalgesellschaften aus der Sicht der Eigenkapitalgeber die Frage, ob weiteres Vermögen einem hohem Sanierungsrisiko ausgesetzt werden soll. Ökonomisch effizient ist ein weiteres Engagement dann, wenn der **Fortführungswert ihres Eigenkapitalanteils** höher ist als dessen Liquidationswert. Dabei ist zu berücksichtigen, daß in Deutschland unter den geltenden rechtlichen Gegebenheiten bisher investiertes Eigenkapital in akuten Unternehmungskrisen vielfach den **Charakter von „sunk costs“** angenommen hat.

Weitere Ziele bestehen darin, bestehende **Haftungsrisiken** zu **beschränken**[62] und ggf. eine **Geschäftsführungsbefugnis** zu **erhalten**. Zudem spielen **in der Praxis** weitere, nicht oder nur mittelbar ökonomische Entscheidungskriterien eine gewichtige Rolle. Dies können **Sozialziele**, insbesondere der Erhalt von Arbeitsplätzen sein, oder, vor allen Dingen falls die akut

---

59 Vgl. z.B. Jozefowski, H. A., (1985), S. 54; Wegmann, J., (1987), S. 341; Wagenhofer, A., (1993), Sp. 4388.

60 Familienunternehmungen sind dadurch gekennzeichnet, daß Mitglieder einer Familie Kapital und Arbeit einsetzen und die wirtschaftliche Entwicklung der Unternehmung maßgeblich gestalten. Vgl. Hahn, D., (1993a), S. 13.

61 „Häufig sind 95 % des Vermögens eines Unternehmers Firmenvermögen.“ Institut für Wirtschaftsberatung, (o.J.), S. 6.

62 Vgl. dazu Groß, P. J., (1988), S. 101 f.

krisenhafte Unternehmung Tochtergesellschaft eines Konzerns ist, **Imageziele** und Rückwirkungen auf die übrigen Konzernglieder.[63] So läßt sich **in der Praxis** feststellen, daß deutsche Konzerne vielfach ihre Tochtergesellschaften auch dann nicht der Insolvenz überantworten, falls die Alternativen einer langwierigen Auflösung, kurzfristigen Zerschlagung oder einer Fortführung mit weitaus höheren Lasten verbunden sind. Vielmehr wird häufig versucht, die Tochtergesellschaft zu einem negativen Kaufpreis zu veräußern. Darüber hinaus ist **in der Praxis** oft zu beobachten, daß eine Fortführungsentscheidung auch dann gefällt wird, wenn nur eine „funktionsfähige Unternehmung" wiederhergestellt werden kann, auch wenn dies mit einer Wertverminderung des Gesamtkonzerns verbunden ist.[64]

Die **Unternehmungseigentümer** gehören zu den Trägern der Sanierungsplanung und beeinflussen den Planungsprozeß direkt durch die Ausübung von Aufsichtsrats- oder Geschäftsführungsmandaten. Die bisherigen Ausführungen haben deutlich werden lassen, daß ihre finanzielle Beteiligung an den im Sanierungsplan festgelegten Maßnahmen als Investitionsentscheidung aufzufassen ist. Das **Vermögen**, welches sie dem **Sanierungsrisiko aussetzten**, besteht aus dem Liquidationswert der Unternehmung im Entscheidungszeitpunkt zuzüglich der notwendigen Zuzahlungen und abzüglich des Liquidationswertes der Unternehmung nach einer (gescheiterten) Unternehmungssanierung. Von der Bereitschaft der bisherigen Eigentümer zu einem weiteren Engagement durch Zuzahlungen hängt **in der Praxis** gewöhnlich ab, ob überhaupt eine Chance zur Umsetzung des Sanierungsplans besteht.

4.3.2.2 Ziele und Strategien der Gläubiger

Die dominierende Gläubigergruppe wird in akuten Unternehmungskrisen in Deutschland aus Banken gebildet. Aus ihrer Sicht sind Unternehmungskrisen durch die akute Gefährdung ihrer Forderungen gekennzeichnet und dadurch, daß eine Bedrohungsabwendung unter hohem Zeitdruck sowie Unsicherheit erfolgen muß.[65]

Das primäre Handlungsziel kreditgebender Banken besteht folglich in der Vermeidung bzw. **Minimierung von Kreditverlusten**. Dies wird aus ihrer Sicht im Fall einer Unternehmungsfort-

---

63 Vgl. z.B. Vest, P., (1995), S. 110 f.

64 So stellt JOZEFOWSKI fest, daß „Unternehmer Sanierungen um fast jeden Preis anstreben, so überhaupt die Möglichkeit dafür besteht." Jozefowski, H. A., (1985), S. 54.

65 Vgl. Kassow, A., (1996), S. 29.

führung erreicht, wenn ihr Forderungswert höher ist, als der Wert, den die Forderung im Insolvenzfall hat.[66] Ist der individuelle **Fortführungswert** ihres Fremdkapitalanteils höher als dessen **Liquidationswert**, so profitiert die Bank von einer Unternehmungserhaltung. Dies kann auch dann der Fall sein, falls sie, um eine Fortführung der Unternehmung zu ermöglichen, auf einen Teil ihrer Forderung verzichten oder diese stunden muß. Während der Liquidationswert vor allem durch die Besicherung der offenen Forderungen bestimmt wird, erfolgt eine Determinierung des Fortführungswertes des Fremdkapitalanteils durch den Sanierungsplan.

Neben diesem kapitalwert-theoretischen Effizienzkriterium spielt **in der Praxis** für eine Beteiligungsentscheidung eine Vielzahl anderer Einflußgrößen eine Rolle, die rein ökonomische Entscheidungskriterien oft in den Hintergrund rücken lassen. So kann durch eine **Verbindung über Gesellschaftsanteile** und **Aufsichtsratsmandate** sowie die damit verbundene direkte Involvierung in die Unternehmungskrise eine Entscheidung gefällt werden, die von einer optimalen Allokation des zur Verfügung gestellten Kapitals abweicht.[67] Ähnliches gilt für **Image**- oder **soziale Gesichtspunkte**. Beispielsweise nehmen regional tätige Kreditinstitute oftmals besondere Rücksichten, um den Verlust von Arbeitsplätzen und einen Domino-Effekt bei anderen Kunden zu vermeiden. Überregional tätige Großbanken sehen sich dagegen häufig einem politischen Einfluß ausgesetzt. Zudem hängt eine Beteiligung **in der Praxis** auch von bankinternen Mechanismen ab, so z.B. davon, ob für die notleidende Forderung bereits eine **Wertberichtigung** vorgenommen wurde. Während eine Stundung der Ansprüche oder eine Verminderung der Forderungen noch relativ leicht erreicht werden kann, ist die **Neigung zur Gewährung von Sanierungskrediten** („*fresh-money*") naturgemäß **geringer**. Statt dessen finden sich Banken oftmals mit einem unmittelbaren Verlust ab, anstatt das „Abenteuer" einer Unternehmungssanierung mit ggf. weiteren Verlusten auf sich zu nehmen.[68] Der Grund besteht darin, daß der Fortführungswert des Fremdkapitals mit hohen Risiken verknüpft ist, während dessen Liquidationswert kurzfristiger realisiert werden kann. Infolgedessen lassen sich Banken für die Gewährung von Sanierungskrediten im Regelfall umfangreiche Aufsichts- sowie Mitwirkungsrechte einräumen.

Treten mehrere Banken als Kreditgeber bzw. Gläubiger auf, so schließen sich diese in aller Regel zu einem **Bankenpool** zusammen, der durch einen **Sicherheitspoolvertrag** gebildet

66 Vgl. ähnlich Weck, P. de, (1990), S. 208.

67 Vgl. dazu z.B. Kassow, A., (1996), S. 35 f.; Weck, P. de, (1990), S. 208.

68 Vgl. Weck, P. de, (1990), S. 208.

wird. Dieser sieht eine gemeinschaftliche Besicherung ihrer individuellen Kreditforderungen vor, um so Interessenkonflikte zu vermindern und die weitere Finanzierung der Unternehmung zu ermöglichen.[69]

Banken nehmen im Rahmen einer Unternehmungssanierung meist eine **Schlüsselstellung** ein. Dies beruht darauf, daß sie im Verhältnis zu anderen Gläubigern gewöhnlich ein höheres finanzielles Engagement eingegangen sind und daß sie über **bessere Informationen** sowie **Sanierungserfahrung** verfügen. Von ihrer Bereitschaft zur Unterstützung des Sanierungsplans durch Bewilligung von Sanierungskrediten ist vielfach abhängig, ob eine Fortführung der Unternehmung möglich ist. Um ihre Interessen zu wahren, sind Banken dabei oftmals direkt am Sanierungsplanungsprozeß beteiligt. Hierfür wurden in letzter Zeit vermehrt **spezialisierte Krisenteams gegründet**, die den zuständigen Unternehmungsbetreuer ablösen und direkt Einfluß auf den Sanierungsplanungsprozeß nehmen, ohne persönliche Rücksichtsnahmen üben zu müssen.[70] Für die Banken ist die **Vertrauenswürdigkeit** des Trägers der Sanierungsplanung von ausschlaggebender Bedeutung. Deshalb bestehen sie oftmals auf die Hinzuziehung externer Experten, z.B. von als neutral und unbelastet angesehenen Unternehmungsberatungs- oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften. Ihnen wird eher die Expertise für eine objektive Sanierungsplanung zugetraut als der bisherigen Unternehmungsführung.[71]

Gläubiger werden einem Sanierungsplan nur dann zustimmen, falls sie sich durch dessen Umsetzung besser stellen, als sie ohne diesen Plan stünden.[72] Die Planungsträger müssen deshalb glaubhaft darstellen können, daß die realistische Chance besteht, den Fortführungswert des Fremdkapitals über dessen Liquidationswert zu heben.[73] Dabei legen die Banken gemeinhin großen Wert auf eine **Quantifizierung der** im Sanierungsplan festgelegten **Maßnahmen im Rahmen einer Unternehmungsbewertung**.

---

69 Vgl. Räss, H. E., (1990), S. 259; Kassow, A., (1996), S. 5 ff. und 39 ff. In diesem Rahmen sind z.B. auch Kompensationsleistungen zwischen den Gläubigern möglich.

70 Vgl. auch das Beispiel bei Frehner, W., Schlattner, A., (1990), S. 232 f.

71 Vgl. z.B. Räss, H. E., (1990), S. 258 und NEUKIRCHEN: „Die Banken schauen vor allem auf die Person, die es macht." Zitiert in: Balzer, A., Wilhelm, W., (1995), S. 24.

72 Vgl. zu einer vertiefenden Analyse z.B. Swoboda, P., (1984), S. 380 ff.; Weck, P. de, (1990), S. 208.

73 Vgl. Swoboda, P., (1984), S. 381.

4.3.3 Ziele und Strategien neuer Investoren

4.3.3.1 Ziele und Strategien von Sanierungs-MBO/MBI's

Unter einem **Management-Buy-Out (MBO)** wird der Kauf einer Unternehmung oder eines rechtlich selbständigen/verselbständigten Unternehmungsteils durch eine oder mehrere bisher im Veräußerungsobjekt tätige Führungskräfte verstanden.[74] Bei einem **Management-Buy-In (MBI)** erfolgt der Erwerb dagegen durch Führungskräfte, die bisher nicht für das Erwerbsobjekt tätig waren. Das Ziel der Käufer besteht jeweils darin, die rechtliche Verfügungsgewalt über die Unternehmung zu erlangen, diese fortzuführen und damit den Status eines **selbständigen Unternehmers** zu erreichen. Der Unternehmungserwerb wird bei beiden Formen gewöhnlich mit Hilfe außenstehender Investoren realisiert. Um einen **Sanierungs-MBO/MBI** handelt es sich, falls eine akut krisenhafte Unternehmung erworben wird mit dem Ziel, diese zu sanieren und weiterzuführen. Es geht damit um Investitionsmöglichkeiten aus der Perspektive von Führungskräften und auf diese Weise um die Kennzeichnung der **Unternehmungssanierung als Existenzgründungsalternative**. Sanierungs-MBO/MBI's werden in der Spezialliteratur erst in der letzten Zeit wahrgenommen und trotz ihrer großen Bedeutung - gerade auch in den neuen Bundesländern - eher am Rande betrachtet.[75]

Wird die Sanierung einer Unternehmung als **Sanierungs-MBO** durchgeführt, so hat dies den Vorteil, daß die Führungskräfte vorhandene Stärken und Schwächen der Unternehmung und damit die Sanierungsrisiken besser einschätzen können als externe Investoren und in der Lage sind, schnell wichtige Entscheidungen zu treffen. Andererseits erscheint es jedoch i.d.R. **wenig plausibel**, daß dieselben Führungskräfte für eine Existenzsicherung der Unternehmung sorgen sollen, die sie in eine existenzgefährdende Lage gebracht haben. Externen Führungskräften mangelt es zwar an unternehmungsspezifischem Wissen; dieser Nachteil dürfte jedoch durch die nicht bestehende Verantwortung für die Unternehmungskrise, durch eine zu erwartende positive motivatorische Wirkung bei den Mitarbeitern sowie einem Zufluß von Know-how überkompensiert werden.[76]

---

74 Vgl. Fanselow, K.-H., (1993), S. 384; Graml, R., (1996), S. 11; konkretisierend Vest, P., (1995), S. 12 ff.

75 Vgl. erstmals die Arbeit von Boxberg, F. v., (1989) und eine neuere Arbeit von Vest, P., (1995), S. 19 ff. Vgl. zu Sanierungs-MBO/MBI's in den neuen Bundesländern speziell Laub, J., (1996), S. 59 ff. Auf die für eine Sanierung in der Literatur genannte Möglichkeit, daß die Belegschaft durch ein *Employee-Buy-Out* die Stimmrechtsmehrheit und faktische Leitungsbefugnis erwirbt, soll hier hingewiesen werden. Vgl. Vest, P., (1995), S. 17. Vgl. kritisch zu Sanierungs-MBO/MBI's Epp, W., (1993), S. 28.

76 Vgl. auch Pümpin, C., Prange, J., (1991), S. 191.

Ein **Sanierungs-MBI** kann im Vergleich zum Sanierungs-MBO demnach in der Regel als die **sinnvollere Alternative** angesehen werden.[77] Auch werden weitere Investoren kaum bereit sein, den für die akute Unternehmungskrise (mit)verantwortlichen Führungskräften das notwendige (Beteiligungs-)Kapital zur Verfügung zu stellen.[78] Anders kann die Situation beurteilt werden, falls nachweislich keine Verantwortung bei diesen Führungskräften liegt, da sie z.B. als Krisenmanager von der Muttergesellschaft entsandt wurden.[79] So wurde in den neuen Bundesländern vielfach eine Kombination aus MBO und MBI durchgeführt, um die Vorteile beider Lösungen zu verbinden.

Ein Sanierungs-MBO/MBI kann äußerst positiv auf die Motivation beteiligter Führungskräfte wirken,[80] da diese einen großen Teil oder gar ihr gesamtes Privatvermögen in die Unternehmung investieren. Der Grund für erfahrene Führungskräfte, eine selbständige Existenz in Form eines Sanierungs-MBO/MBI zu gründen, besteht in der Regel darin, daß sie bevorzugen, eine Existenz nicht von Grund auf neu aufzubauen. Sie präferieren das Vorhandensein eines Systems und bestehender Strukturen, die nach ihren Wünschen gestaltet werden können. Eine wesentliche Rolle spielt dabei das Lebensalter der Führungskräfte. Da die Unternehmung in einer spezifischen Größe bereits existiert, wird zum Aufbau einer Existenz ggf. weitaus weniger Zeit benötigt als bei einer Unternehmungsgründung. Ein befürchteter Ansehensverlust bei einer am Anfang noch kleinen Neugründung tritt nicht ein. Ein **Sanierungs-MBI** kann im Gegenteil gerade für erfahrene Führungskräfte, die als angestellte Manager bereits beträchtliche Erfolge vorzuweisen haben und über langjährige Branchenerfahrung verfügen, eine äußerst **interessante Existenzgründungsalternative** darstellen. Neben der unternehmerischen Herausforderung und dem Statusgewinn als selbständiger Unternehmer bestehen beträchtliche Wertgenerierungsmöglichkeiten. Das Risiko und die Unsicherheit, die mit einem Sanierungs-MBI und mit der Aufgabe einer gesicherten Stellung einhergehen, wollen gleichwohl nur wenige Führungskräfte auf sich nehmen.[81]

Eine populäre Strategie zur Durchführung eines Sanierungs-MBI besteht darin, nach dem **Einstieg als Sanierungsmanager** und ersten Erfolgen wiederholt einen höheren Anteil am

---

77 Vgl. ähnlich Schwenkedel, S., (1991), S. 16.

78 Vgl. ähnlich Kabierschke, T. M., (1996), S. 10.

79 Vgl. zur Notwendigkeit einer Verifizierung Vest, P., (1995), S. 155.

80 Vgl. z.B. Graml, R., (1996), S. 238 ff. und zum motivatorischen Einfluß der Verteilung der Eigentumsrechte Kapitel 2.1.3 sowie zu Anreiz-Beitrags-Defiziten Kapital 2.2.3.

81 Vgl. Fischer, G., Möhlmann, B., Risch, S., (1993), S. 219 ff.

Eigenkapital zu fordern. Teilweise ist jedoch zu beobachten, daß sich gescheiterte angestellte Führungskräfte für die Durchführung eines Sanierungs-MBO/MBI's interessieren.[82] Ob sich diese Führungskräfte, die sich als „Sanierer beweisen" wollen, für die Durchführung eines solchen Projektes eignen, darf jedoch bezweifelt werden. Sie scheitern oft bereits an den sehr hohen Anforderungen, die (Investment-)Banken und Kapitalbeteiligungsgesellschaften an die Käufer stellen. Langjährige Branchen- und möglichst Krisenbewältigungserfahrung erhöhen dagegen naturgemäß die Erfolgswahrscheinlichkeit.

Aus Sicht der Käufer liegt der größte Vorteil des Erwerbs einer akut krisenhaften Unternehmung im geringen Kaufpreis.[83] Die hohen Preise für prosperierende Unternehmungen sind für die wenigsten Führungskräfte realisierbar. Andernfalls ist der Erwerb einer prosperierenden Unternehmung i.d.R. nur mit einer entsprechend hohen Beteiligung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften möglich, was zu einer Einschränkung der unternehmerischen Selbständigkeit führen kann. Auf einen Kaufpreis kann aufgrund der schlechten wirtschaftlichen Lage der Unternehmung auch vollständig verzichtet werden, bzw. dieser beschränkt sich auf eine symbolische Summe.[84] Falls hohe Sanierungsbeiträge durch den Käufer zu leisten sind, sind auch negative Kaufpreise („Mitgift") üblich. Ein niedriger Kaufpreis wird jedoch durch die zu erwartenden Sanierungslasten relativiert. Negativ wirkt **in der Praxis** zudem die in den letzten Jahren zu beobachtende Haftungsausweitung von Geschäftsführern/Vorständen von Kapitalgesellschaften bei zu später Beantragung eines Insolvenzverfahrens.[85]

---

82 Vgl. Fischer, G., Möhlmann, B., Risch, S., (1993), S. 230.

83 So z.B. die Ausführungen von WIDMER: „Für eine gesunde Firma hätte mein Geld nicht gereicht." Widmer, H., (1993), S. 17.

84 Vgl. beispielhaft den Fall der GEORGSMARIENHÜTTE GmbH, Osnabrück. Die Unternehmung mit ca. 1500 Mitarbeitern, 300 Millionen DM Umsatz und einem Jahresverlust von 66,6 Millionen DM wurde zum Preis von 2 DM an einen Vorstand des Mutterkonzerns verkauft. Vgl. Fischer, G., Möhlmann, B., Risch, S., (1993), S. 220 f. Zusätzlich wurde berichtet: Der verkaufende Klöckner-Konzern „schönte mit rund 100 Millionen Mark die Braut." Bierach, B., (1994), S. 80. Vgl. auch Vest, P., (1995), S. 15.

85 Vgl. auch die verschärfenden Regelungen nach § 26 Abs. 3 InsO. Die volkswirtschaftlichen Konsequenzen einer solchen Haftungsausdehnung dürften beträchtlich sein.

4.3.3.2 Ziele und Strategien von Sanierungsakquisitionen

Unter einer **Unternehmungsakquisition** wird der Erwerb von Unternehmungen und damit die Erlangung der Verfügungsrechte über bestehende Faktorkombinationen verstanden. Unternehmungsakquisitionen stellen einen Vorgang externen Unternehmungswachstums dar[86] und führen zur Beseitigung der wirtschaftlichen Selbständigkeit des Akquisitionsobjektes.[87] Erfolgt der Erwerb einer akut krisenhaften Unternehmung mit dem Ziel, diese fortzuführen, wird von einer **Sanierungsakquisition** gesprochen.[88]

Beweggrund für Unternehmungsakquisitionen ist generell die Annahme, daß die zusammengefaßten Unternehmungen höhere Erträge erwirtschaften, eine bessere Wettbewerbsposition einnehmen und letztlich ihr Verbundwert höher ist als die Summe ihrer Einzelwerte.[89] Es geht damit vor allem um die Ausschöpfung und die Erlangung von Vorteilen, die vereinfachend unter dem Oberbegriff **Synergie** subsumiert werden. Eine Steigerung des Unternehmungswertes erfolgt dadurch, daß die „Wirkung einer Faktorkombination in bestimmten Fällen qualitativ und quantitativ höher zu bewerten ist als die Summe der Einzelwirkungen."[90] Dabei kann es sich um größenbedingte **Verbundvorteile** handeln oder um die Erlangung und Verknüpfung komplementärer Ressourcen und Kompetenzen.[91] Zudem kann das Ziel darin bestehen, zeit- und im günstigsten Fall auch kostensparend spezifische Potentiale und Kompetenzen zu erlangen, wobei die Verknüpfung mit dem Akquisitionssubjekt in den Hintergrund rückt.[92]

Um eine Einigung zwischen Verkäufer und Käufer über den Kaufpreis zu erreichen, muß dieser mindestens so hoch sein wie der Wert der Unternehmung aus Sicht des Verkäufers und kleiner als der Unternehmungswert aus Sicht des Käufers. Mit anderen Worten: eine Akquisition

86 Vgl. z.B. Pausenberger, E., (1992), S. 2 ff.

87 Vgl. Pausenberger, E., (1989), Sp. 18; Kirchner, M., (1991), S. 29 ff.

88 Sanierungsakquisitionen wurden in der Literatur bislang kaum gewürdigt, obwohl sie durch ihre speziellen Chancen und Risiken zu den interessantesten Akquisitionsvorhaben zu zählen sein dürften und in der Praxis von erheblicher Bedeutung sind.

89 BÜHNER nennt dies „reale" Gründe für Unternehmungsakquisitionen und unterscheidet „spekulative" sowie „Gründe des Managements." Vgl. Bühner, R., (1990), S. 6 ff. Vgl. auch Ropella, W., (1989), S. 183.

90 Marr, R., Picot, A., (1991), S. 663.

91 Zu einer detaillierten Darstellung möglicher Gründe und Vorteile bei Unternehmungsakquisitionen vgl. Beck, P., (1996), S. 30 ff.; Howaldt, S. D., (1994), S. 34 f.

92 Vgl. Beck, P., (1996), S. 31 f.

kommt also um so wahrscheinlicher zustande, je höher die Wertdifferenz aus Verkäufer- und Käufersicht ist. Diese **Wertdifferenz** kann im Fall einer **Sanierungsakquisition** durch **spezielle Synergien** entstehen. So ist denkbar, daß der Käufer über spezielle Ressourcen, Finanzierungsmöglichkeiten und Know-how verfügt, zu denen der Verkäufer keinen Zugang hat. Dies hat zur Folge, daß die Wahrscheinlichkeit für eine erfolgreiche Unternehmungssanierung nach einem Eigentümerwechsel größer ist. Beispielsweise kann der Akquisitionsinteressent Zugang zu genau denjenigen Ressourcen haben, deren Fehlen bei der akquirierten Unternehmung krisenursächlich waren oder einen Vertrauensvorschuß bei Gläubigern und Geschäftspartnern genießen, während die bisherigen Unternehmungseigentümer dieses Vertrauen bereits verloren haben.[93] Oftmals liegt die Krisenursache auch in der Gesellschafterstruktur begründet und kann so bereits durch einen Eigentümerwechsel beseitigt werden.[94]

Eine Wertdifferenz kann zudem aufgrund **steuerlicher Synergieeffekte** durch die Verrechnung eines Verlustvortrages entstehen, die durch eine Verbindung zum Käufer möglich wird.[95] Der Wert steuerlicher Synergieeeffekte besteht aus Sicht des Käufers in dem Barwert bewirkter Steuerersparnisse. **Konzerninterne Verlustverrechnungen** können dann vorgenommen werden, falls der Unternehmungsverbund als **Organschaft** anerkannt ist. Dafür muß die Muttergesellschaft eine Kapitalgesellschaft sein, während die inländische Tochtergesellschaft jedwede Rechtsform haben kann. § 14 KStG regelt die Voraussetzungen für ein Organverhältnis. **Verlustvorträge** können auch nach einer Veräußerung von Geschäftsanteilen bei Körperschaften von der Unternehmung selbst genutzt werden (§ 10 d EStG i.V.m. § 8 KStG). **Voraussetzung** ist die rechtliche und wirtschaftliche Identität der Körperschaft mit derjenigen, welche die Verluste erlitten hat. Das Vorliegen keiner wirtschaftlichen Identität wird vom Gesetzgeber nach § 8 Abs. 4 KstG insb. dann vermutet, wenn mehr als dreiviertel der Gesellschaftsanteile einer Kapitalgesellschaft übertragen werden und der Geschäftsbetrieb mit vorwiegend neuem Betriebsvermögen wiederaufgenommen wird.[96] Obwohl die wenigsten Sanierungsakquisitionen ausschließlich aus steuerlichen Gründen vorgenommen werden dürften, müssen diese jedoch im Investitionskalkül berücksichtigt werden und sind auf diese Weise oftmals ausschlaggebend für eine positive Akquisitionsentscheidung.[97] Vgl. Abbildung 4.4.

---

93 Vgl. Howaldt, S. D., (1994), S. 38.

94 Vgl. Howaldt, S. D., (1994), S. 37.

95 Vgl. dazu die Beispiele bei Hofmann, N., (1996), S. 134; Bühner, R., (1990), S. 16.

96 Die Verwertung von Verlustvorträgen von reinen Mantelgesellschaften soll so vermieden werden. Vgl. Beisel, W., Klump, H.-H., (1991), S. 229.

97 Vgl. Helbling, C., (1995), S. 302; Herzig, N., Hötzel, O., (1992), S. 294.

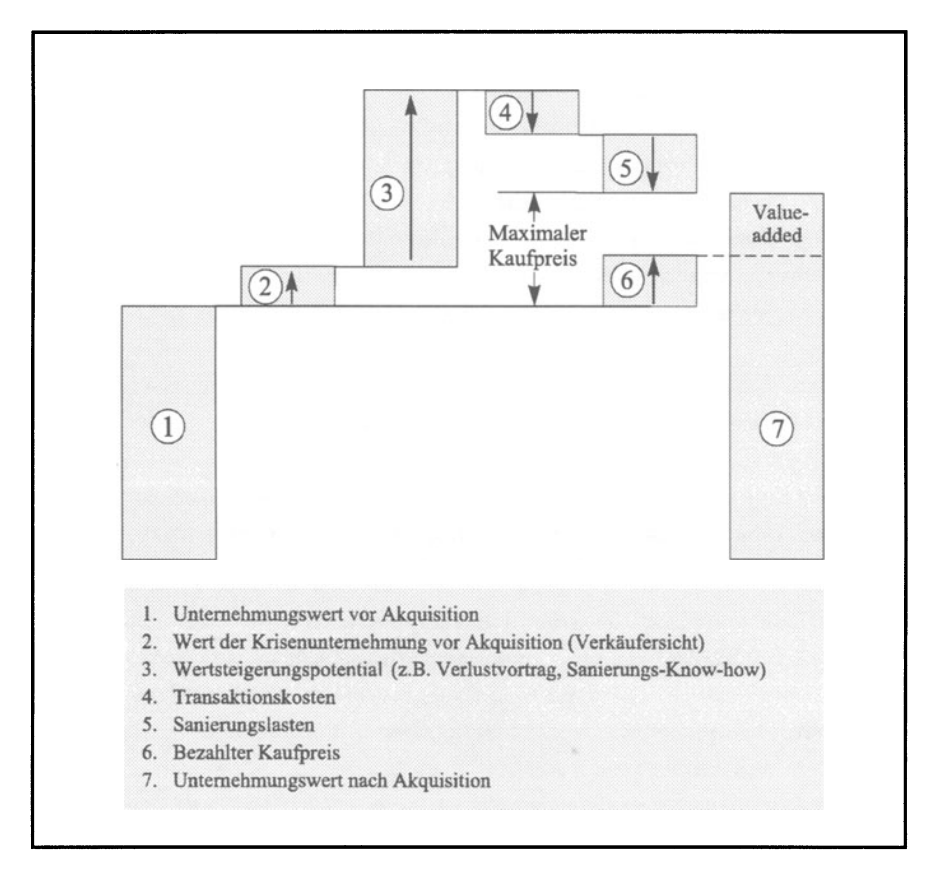


Abbildung 4.4: Wertsteigerung durch Sanierungsakquisitionen[98]

Der **besondere Vorteil einer Sanierungsakquisition** - speziell im Vergleich zur Akquisition einer prosperierenden Unternehmung - liegt in erster Linie im **niedrigen Kaufpreis**,[99] zu dem die Unternehmung und vorhandene Ressourcen wie spezielle Kompetenzen, eine bestehende Organisation, qualifizierte Mitarbeiter, Kundenbeziehungen, Vertriebskanäle oder strategisch interessante Produkte übernommen werden können.[100] Zu besonders niedrigen Preisen können Unternehmungen ggf. aus der Insolvenz erworben werden. Hier ist in der Regel nur das

98 Vgl. ähnlich Hahn, D., (1996), S. 709.

99 Vgl. Maus, K. H., (1991), S. 1133.

100 Vgl. z.B. Feldman, M., Moyer, S., O'Dea, D., Tomes, J., (1995), S. 41 f.; Deutsch, C., (1994), S. 54; Schröder, J., (1985), S. 135.

Anlagevermögen auf der Grundlage von Zerschlagungswerten zu vergüten.[101] Weiterhin ist das Sozialplanvolumen absolut sowie relativ begrenzt, und es bestehen Erleichterungen bzgl. einzuhaltender Kündigungsfristen.[102] Eine Verminderung von Pflichten aus bestehenden Arbeitsverträgen entsteht jedoch nicht, da diese nach § 613a BGB und der Auslegung der Rechtsprechung auch im Insolvenzfall ihre Gültigkeit behalten.

Die Vorteile einer Sanierungsakquisition müssen jedoch relativiert werden: Der Akquisitionsprozeß erfolgt i.d.R. unter hohem **Zeitdruck**, um die Sanierungschancen nicht zu vermindern und einer Insolvenz vorzubeugen. Da umfangreiche Unternehmungsanalysen oftmals nicht möglich sind, bestehen aus der Sicht des Käufers **hohe Informationsasymmetrien**, die ggf. durch ein mangelhaftes Rechnungswesen und anzuzweifelnde Bilanzen noch verstärkt werden. Diese Informationsasymmetrien führen zu einer Erhöhung des Akquisitionsrisikos und dazu, daß eine detaillierte Sanierungsplanung oft erst nach einer Akquisition erfolgen kann. Durch zu erwartende **Sanierungskosten** und die **Bindung von Management-Kapazität** wird auch der niedrige Kaufpreis relativiert. Verstärkt wird dieses Problem durch das Risiko, daß nach erfolgter Akquisition gerade die wichtigsten Kompetenzträger die Unternehmung verlassen.[103] Risiken bestehen ferner in der Richtigkeit der im Kaufvertrag zugesicherten Eigenschaften der Unternehmung, speziell im Hinblick auf die Höhe der Rückstellungen und anderer Lasten.[104] Die Verminderung dieser Risiken ist nur mit Produkt- und Branchenerfahrung sowie mit qualifizierter Beratung möglich.[105]

Sanierungsakquisitionen bieten sich demnach in erster Linie in der eigenen Branche als Weg externen Unternehmungswachstums an. Risikoreduzierend wirkt ferner, falls bereits Akquisitions- und ggf. Sanierungs-Know-how vorliegen. Als Käufer eignen sich überdies nur prosperierende Unternehmungen mit entspechenden Finanzierungsmöglichkeiten. Das häufig beobachtbare Phänomen, daß selbst sanierungsbedürftige Unternehmungen als Käufer auftreten

---

101 Vgl. Kruse, N., (1992), S. B 20.

102 Vgl. Westrick, L., (1995), S. 162.

103 Vgl. Töpfer, A., (1985), S. 77; Starbuck, W. H., Nystrom, P. C., (1995), Sp. 1389; Müller, R., (1986), S. 505; Maus, K. H., (1991), S. 1134.

104 In der Praxis werden im Kaufvertrag Passivgarantien vereinbart, die eine Haftung für Verbindlichkeiten, die in der Übergabebilanz nicht ausgewiesen werden oder für die keine ausreichenden Rückstellungen gebildet wurden, dem Verkäufer auferlegen. Diese Garantien sind jedoch ggf. wirtschaftlich unwirksam. Auch wird oftmals auf einer Stundung oder Ratenzahlung des Kaufpreises bestanden.

105 Vgl. Fischer, G., Möhlmann, B., Risch, S., (1993), S. 225.

ist dagegen wenig erfolgsversprechend. Weiterhin sind nicht unbeträchtliche **Haftungsrisiken** für die akquirierende Unternehmung zu berücksichtigen (Konzernhaftung). Erfolgt die Aufnahme der Unternehmung in einen Konzernverbund im Wege des Beteiligungserwerbs (*share deal*) und besteht - z.B. aus steuerlichen Gründen - ein Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrag, so sind gemäß der Bestimmungen des § 302 AktG ein Jahresfehlbetrag und ggf. entstehende Abwicklungsverluste durch die Muttergesellschaft auszugleichen.[106] Im faktischen Konzern bestehen nach § 317 AktG ggf. Schadensersatzverpflichtungen gegenüber der beherrschten Unternehmung.[107] Zudem bestehen Risiken aus direkten Ansprüchen der Gläubiger gegen die herrschende Gesellschaft nach §§ 303 und 322 AktG.[108] Wird die Unternehmung durch Singularsukzession (Vermögenserwerb) akquiriert, ist mit noch erheblich erweiterten Haftungsrisiken zu rechnen.[109] Bei einem Unternehmungserwerb aus der Insolvenz können Haftungsrisiken aufgrund früherer Verbindlichkeiten dagegen weitgehend ausgeschlossen werden.[110]

Zur **Erreichung marktbezogener Ziele** kann als Alternative zu einer Sanierungsakquisition die Akquisition einer prosperierenden Unternehmung in Frage kommen. Hier können jedoch - falls überhaupt möglich - die ggf. hohen Kaufpreise prohibitiv wirken. Als weitere Alternative kann der Weg des internen Unternehmungswachstums beschritten werden, z.B. durch räumliche Marktausdehnung oder höhere Marktdurchdringung. Eine Übernahme und Sanierung kann jedoch erheblich günstiger sein, da auf eine bestehende Organisation zurückgegriffen werden kann und sich ggf. zeitliche Vorteile bieten. Diese vorhandene Substanz kann aus der Sicht der akquirierenden Unternehmung Investitionen ersetzen.

Sanierungsakquisitionen sind in dieser Interpretation eine Form externen Unternehmungswachstums, die zwischen den Extrempolen „*Make*" und „*Buy*" anzusiedeln sind. So versuchte beispielsweise die LUFTHANSA AG durch die Akquisition der insolventen CONTINENTAL

---

106 Vgl. Emmerich, V., (1993), S. 295 ff.; Samer, M., (1990), S. 225 und 280 f. Jedoch wird die Konzernobergesellschaft in aller Regel aufgrund zu leistender Bürgschafts- und Patronatsverpflichtungen auch ohne einen Haftungsdurchgriff betroffen. Vgl. zur Durchgriffshaftung im Konzern insbesondere Bötzel, S., (1993), S. 138 ff.

107 Diese Ansprüche entstehen, falls die herrschende Unternehmung nicht Alleingesellschafter ist und die beherrschte Unternehmung die Rechtsform der GmbH hat. Eine analoge Durchgriffshaftung im GmbH Konzern ergibt sich aus den §§ 302 und 322 Abs. 2 und 3 AktG. Vgl. Emmerich, V., (1993), S. 454 ff.

108 Vgl. Emmerich, V., (1993), S. 302 ff.

109 Vgl. Picot, G., (1995), S. 72; Brüggerhoff, J., (1992), S. 216 ff.

110 Vgl. Kruse, N., (1992), S. B 20; Maus, K. H., (1991), S. 1133; Picot, G., (1995), S. 73.

AIRLINES auf dem US-amerikanischen Markt Fuß zu fassen.[111] Zusätzlich spielen **in der Praxis** oftmals jedoch auch Überlegungen eine Rolle, Konkurrenten zu einem niedrigen Preis zu erwerben und auf diese Weise zu neutralisieren.[112]

4.3.3.3 Ziele und Strategien von Sanierungsgesellschaften

Sanierungsgesellschaften sind langfristig orientierte Beteiligungsgesellschaften, die durch Akquisition sanierungsbedürftiger Unternehmungen einen Konzernverbund schaffen und, z.B. mittels einer Holdingkonstruktion, die unternehmerische Führung mittel- bis langfristig wahrnehmen möchten.[113] Die Akquisition erfolgt dabei zu einem sehr niedrigen und ggf. negativen Kaufpreis. Durch **spezifisches Sanierungs-Know-how**, der **Sanierungserfahrung der Sanierungsgesellschaft** sowie Bereitstellung von zusätzlichem Eigenkapital soll eine erfolgreiche Fortführung der akquirierten Unternehmung ermöglicht werden.[114] Dies wird dadurch angestrebt, daß die Sanierungsgesellschaft als „**aktiver Investor**" spezialisierte Führungskräfte als Geschäftsführer entsendet und so ihr Sanierungs-Know-how multipliziert. Den bisherigen Führungskräften kann eine Beteiligungsmöglichkeit eingeräumt werden.[115]

Der primäre Unterschied zu nachfolgend beschriebenen Kapitalbeteiligungsgesellschaften liegt darin, daß Sanierungsgesellschaften eine **Mehrheitsbeteiligung** und eine **einheitliche Leitung** im Konzernverbund anstreben. Beides ist dagegen nicht das Ziel von Kapitalbeteiligungsgesellschaften.[116] Durch Verkauf oder die Börseneinführung von sanierten Unternehmungen soll ferner meist nur soweit eine Realisierung geschaffener Unternehmungswerte erfolgen wie dies für den weiteren Ausbau des Beteiligungskreises notwendig ist. Sanierungsgesellschaften existieren in Deutschland nur in sehr geringer Zahl und meist erst seit wenigen Jahren. In den USA ist diese Art von Beteiligungsgesellschaft dagegen weit mehr verbreitet und seit

---

111 Vgl. Gilson, S. C., Karam, S. J., (1994), S. 7 f. Die Akquisition scheiterte an einem höheren Gebot von AIR CANADA.

112 Vgl. dazu beispielhaft Hofmann, N., (1996), S. 133.

113 Vgl. o.V., (1990), S. 19 f.

114 Vgl. Maaßen, H. P., (1996), S. B 17.

115 Vgl. Maaßen, H. P., (1996), S. B 17.

116 Vgl. Segal, C., (1995), S. 163 f.

längerem erfolgreich. Die bekannteste Sanierungsgesellschaft dürfte CLAYTON, DUBLIER & RICE sein.[117]

Einen ähnlichen Weg zur **Multiplikation von Sanierungs-Know-how** wurde von den **„Management-KG's" der Treuhandanstalt** beschritten. Management-KG's waren Holdings, die verschiedene als sanierungswürdig angesehene Unternehmungen führten. Ziel dieser Holdings in der Rechtsform einer GmbH & Co. KG war die Sanierung und nachfolgende Veräußerung der Holding-Gesellschaften. Die Treuhandanstalt trat bei den Sanierungsholdings als Kommanditist auf und stellte eine Hafteinlage von 250 Mio. DM zur Verfügung. Das vorgegebene Ziel bestand darin, die übertragenen Unternehmungen binnen drei Jahren soweit zu sanieren, daß durch eine Veräußerung eine Wertsteigerung erzielt werden konnte.[118] An der Spitze und als Mehrheitsgesellschafter einer „Management GmbH", die als geschäftsführender Komplementär auftrat, standen jeweils zwei bis drei sanierungserfahrene Führungskräfte, in deren Händen weitgehend die Bestimmung der Unternehmungspolitik lag. Dennoch mußten die erstellten Sanierungspläne von der Treuhandanstalt genehmigt werden. Die benötigten Top-Führungskräfte konnten in erster Linie dadurch gewonnen werden, daß relativ hohe Verdienstmöglichkeiten in Abhängigkeit vom geschaffenen Unternehmungswert bestanden. Dafür sollte ein entsprechend gestaltetes Anreizsystem sorgen.[119]

Von Sanierungsgesellschaften sind Konzerne zu unterscheiden, die ihren Firmenverbund durch Akquisition von Krisenunternehmungen zu vergrößern suchen. Als Beispiel für eine solche Strategie kann die ROTHENBERGER AG dienen, die durch die Akquisition akut krisenhafter Unternehmungen mit noch guter Produktstruktur, hohen Verlustvorträgen sowie hohen Substanzwerten zu sehr niedrigen Preisen einen Konzern mit 150 Firmen, 15000 Mitarbeitern sowie 3 Milliarden DM Umsatz schuf.[120] Die mit einer solchen Strategie verbundenen Risiken - z.B. falls es längere konjunkturelle Talsohlen zu durchschreiten gilt - dürfen jedoch keinesfalls unterschätzt werden.

---

117 Vgl. dazu Kester, W. C., Luehrman, T. A., (1995), S. 119 ff.

118 Vgl. Rauschnabel, M., (1996), S. 20. Die Anzahl der Beschäftigten dieser „Management KG's" lag ca. zwischen 5500 und 7200 bei Umsätzen von mehr als 1 Milliarde DM. Vgl. Rauschnabel, M., (1996), S. 39 ff.

119 Vgl. Härtel, H.-H. et al., (1992), S. 26 f. und Kapitel 7 dieser Arbeit.

120 Vgl. Schnitzler, L., (1995), S. 46 f.

4.3.3.4 Ziele und Strategien von Kapitalbeteiligungsgesellschaften

Kapitalbeteiligungsgesellschaften sind Finanzintermediäre, die speziell kleineren und mittleren Unternehmungen Beteiligungskapital zur Verfügung stellen. Die überwiegende Anzahl bestehender Kapitalbeteiligungsgesellschaften sind Tochtergesellschaften von Geschäftsbanken. Neben der Beteiligung an etablierten Unternehmungen wird von diesen **auch** Eigenkapital als „***Venture Capital***" zur Verfügung gestellt. Daneben existieren **reine** *Venture-Capital* Gesellschaften, deren Beteiligungsfond von Banken, Versicherungen, Großunternehmungen sowie von privaten Anlegern zur Verfügung gestellt wird.[121] Kapitalbeteiligungsgesellschaften haben in den letzten Jahren sowohl hinsichtlich der Anzahl der Beteiligungen als auch im Hinblick auf das Beteiligungsvolumen erheblich an Bedeutung gewonnen.[122]

Venture Capital wird primär als **Finanzierungsform für junge, innovative Unternehmungen** betrachtet, die erhebliche Wachstumschancen besitzen.[123] Jedoch kommt die Finanzierung mit Venture Capital auch für andere Unternehmungsphasen und Investitionsprojekte nicht börsennotierter Unternehmungen in Betracht, die mit **hohen Risiken und entsprechenden Wertsteigerungschancen** verbunden sind. Eine solche Phase kann die Finanzierung von Unternehmungssanierungen sein.[124]

Kennzeichnend für Kapitalbeteiligungsgesellschaften ist, daß diese i.d.R. Minderheitsbeteiligungen erwerben und nicht in die wirtschaftliche Selbständigkeit der Unternehmung eingreifen. Dennoch werden üblicherweise im Gesellschaftsvertrag der Unternehmung **umfangreiche Informations- und Kontrollrechte** verankert und die Voraussetzungen dafür geschaffen, daß in schwierigen Situationen **Mitarbeiter** in die Geschäftsführung der Beteiligungsunternehmung **entsandt werden** können.[125] Neben der Bereitstellung von Eigenkapital wird eine umfangreiche **Beratung** und **Betreuung** der Führungskräfte der finanzierten Unternehmung vor-

---

121 Segal, C., (1995), S. 9; Klemm, H. A., (1988), S. 254 ff.; Leopold, G., (1993), S. 353.

122 Vgl. Segal, C., (1995), S. 3. Das Fondvolumen der im Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften - German Venture Capital Association e.V. zusammengeschlossenen Gesellschaften stieg im Jahr 1995 auf ca. 5,6 Milliarden DM, verteilt auf nahezu 3000 Beteiligungen. Vgl. dazu Damisch, H. E., (1996), S. B 14.

123 Vgl. z.B. Nevermann, H., Falk, D., (1986), S. 43; Zemke, I., (1995), S. 27 ff.; Grisebach, R., (1989), S. 4 f.; Hardenberg, C. G. v., (1988), S. 11 f.

124 Vgl. Klemm, H. A., (1988), S. 274 f.; Zemke, I., (1995), S. 34 f.; Fetzer, R., (1991), S. 7. Teilweise wird speziell für Sanierungs-MBO/MBI's oder Sanierungsakquisitionen zukünftig ein erheblicher Beteiligungsbedarf erwartet. Vgl. Witt, E., (1993), S. 78.

125 Vgl. Grisebach, R., (1989), S. 59.

genommen. Diese Bereitstellung „intelligenten Eigenkapitals" soll risikosenkend und wertsteigernd wirken, eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen Investor und Kapitalnehmer abbauen sowie opportunistisch nutzbare Verhaltensspielräume einschränken.[126]

Für Kapitalbeteiligungsgesellschaften ist charakteristisch, daß sie eine **Beteiligung für einen begrenzten Zeitraum**, meist 3 bis 12 Jahre, anstreben[127] und aufgrund der hohen Risiken an finanzierte Projekte entsprechend hohe Renditeforderungen stellen.[128] Da *Venture-Capital*-finanzierte Unternehmungen in den ersten Jahren nach der Finanzierung i.d.R. jedoch keine Möglichkeit haben, Gewinnausschüttungen oder Kapitalrückzahlungen zu leisten, entspringt die hohe Rendite des Investments aus dem Wertzuwachs der Beteiligung. Realisiert wird dieser durch eine Veräußerung der Beteiligung, beispielsweise über die Börse. Vgl. zur Vorgehensweise von Kapitalbeteiligungsgesellschaften Abbildung 4.5.

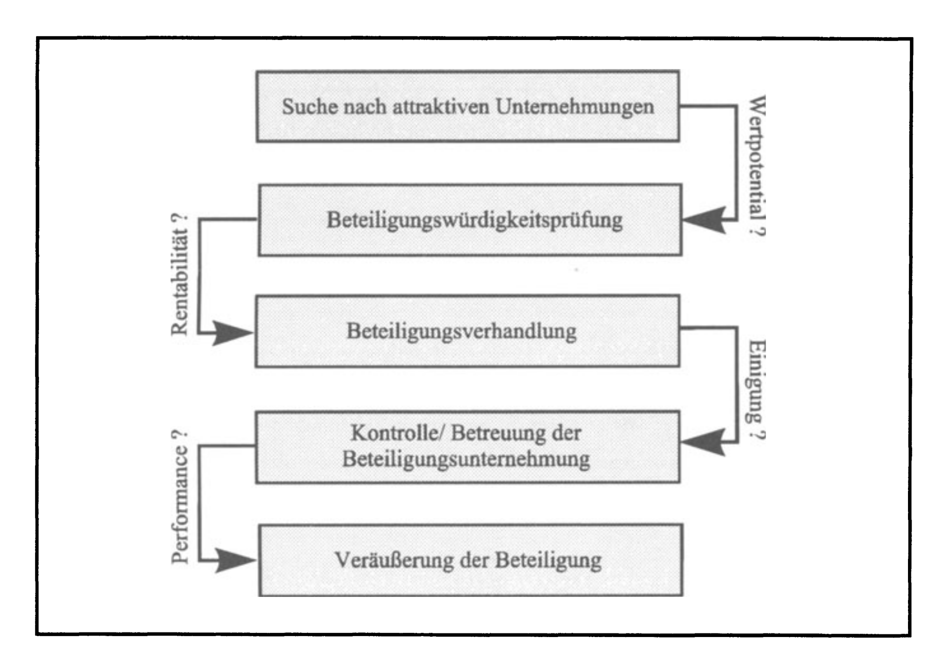


Abbildung 4.5: Vorgehensweise von Kapitalbeteiligungsgesellschaften[129]

126 Vgl. Hardenberg, C. G. v., (1988), S. 14.

127 Vgl. Segal, C., (1995), S. 15.

128 Vgl. Räbel, D., (1986), S. 177 f.

129 Vgl. Segal, C., (1995), S. 14, modifiziert.

Kapitalbeteiligungsgesellschaften sind ständig auf der Suche nach Unternehmungen mit hohem Wertsteigerungspotential. Dabei werden sie von M&A-Beratern, spezialisierten Rechtsanwälten und Firmenkundenbetreuern der Geschäftsbanken unterstützt. Beteiligungskapital nachfragende Unternehmungen werden einer eingehenden Beteiligungswürdigkeitsprüfung unterzogen. Die Finanzierung von **Sanierungs- und MBO/MBI Vorhaben** ist jedoch mit höchstens 20% des Anlagevolumens im Vergleich zur Frühphasen- und Wachstumsfinanzierung relativ **gering**,[130] was speziell mit Blick auf die Entwicklung der neuen Bundesländer kritisiert worden ist.[131] Gemeinhin kann in Deutschland die **Neigung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften zur Sanierungsfinanzierung in der Praxis bisher als sehr begrenzt angesehen werden**.

Als ein Grund für diese Tatsache wird das auf § 32a GmbH-Gesetz basierende deutsche Kapitalersatzrecht genannt, das durch die Rechtsprechung stark ausgedehnt wurde: Stellt ein Kreditgeber der Unternehmung Eigen- und Fremdkapital zur Verfügung, so kann das Fremdkapital im Insolvenzfall ggf. als „eigenkapitalgleich" angesehen werden. Eine Rückforderung ist in diesem Falle nicht möglich, und Sicherheiten können nicht geltend gemacht werden. Dies gilt auch dann, wenn Beteiligter und Kreditgeber nicht identisch, sondern wie im Falle von Geschäftsbanken und ihrer Kapitalbeteiligungsgesellschaften verbundene Unternehmungen sind. Damit ist für Geschäftsbanken das besicherte Kreditengagement einem höheren Risiko ausgesetzt, falls die Bank direkt oder über ihre Tochtergesellschaft zusätzlich eine Beteiligung übernimmt.[132] Die Beteiligungsbereitschaft der Bank oder ihrer Kapitalbeteiligungsgesellschaft wird dadurch in Unternehmungskrisen stark reduziert. Zudem können Kapitalbeteiligungsgesellschaften aufgrund der hohen Kapitalnachfrage **hohe Anforderungen an Risiko und Rendite** finanzierter Projekte stellen, so daß risikoreiche und schwierig zu betreuende Sanierungsvorhaben **in der Praxis** meist abgelehnt werden. Besonders die hohe Betreuungsnotwendigkeit geht über den sonst üblichen Umfang in der Regel weit hinaus. Deshalb besteht ein Beteiligungsinteresse bestenfalls dann, wenn bereits nachhaltige Sanierungserfolge nachgewiesen werden können.

---

130 Vgl. die bei Segal, C., (1995), S. 46 aufgeführte Statistik des Bundesverbandes deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften - German Venture Capital Association e.V. von 1992.

131 Vgl. Bauer, K. F., (1992), S. B 19.

132 Vgl. Vieregge, H., (1996), S. B 1; Groß, P. J., (1988), S. 111 f.

4.4 Ziele und Strategien potentieller Investoren in den USA

4.4.1 Grundsätzliches

In den USA sind *restructurings, bankruptcies* und der damit einhergehende Handel von **Eigen- und Fremdkapitalansprüchen an akut krisenhafte Unternehmungen** in den letzten zehn Jahren zu einem **bedeutenden Geschäftszweig** geworden. „*Turnaround and workout investing has become a hot trend on Wall Street due to the above-average returns achieved by some investors from the late 1980s to present.*“[133] Der LBO-Boom der achtziger Jahre ist durch einen „*bankruptcy boom*“ abgelöst worden.[134] Beigetragen hat dazu die Vielzahl hochverschuldeter LBO-Fälle sowie das US-amerikanische Insolvenzrecht, das Investoren interessante Möglichkeiten eröffnet, in Unternehmungen mit finanziellen und/oder leistungswirtschaftlichen Problemen zu investieren.

Es gibt eine **Vielzahl von Investitionsstrategien** und eine große Zahl involvierter Investoren. Der Auslöser für den *bankruptcy boom*, den Investmentbanken, spezialisierte Anwaltskanzleien, Beratungs- und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften sowie spezialisierte Privatinvestoren in den letzten Jahren in den USA erlebten und noch erleben, läßt sich leicht ausmachen: Es war der Niedergang des *junk bond*-Marktes mit dessen Höhepunkt, dem Zusammenbruch des Bankhauses Drexel Burnham Lambert im Februar 1990. Die Wall Street reagierte auf diese Entwicklung mit bemerkenswerter Schnelligkeit. Ebenjene Investmentbanken, die gerade noch die Ausgabe großer *junk bond*-Summen unterstützt hatten, änderten ihre Geschäftspolitik von einem Tag auf den nächsten. Sie boten denjenigen Krisenunternehmungen Unterstützung an, deren übermäßig hohe Verschuldung sie selbst mit verursacht hatten.[135] Da der *junk bond* Markt kaum noch existierte, kam es auch zu einem signifikanten Rückgang der Aktivitäten auf dem M&A Markt. Deshalb wurden in vielen Banken aus den Abteilungen für M&A praktisch über Nacht Abteilungen für *bankruptcy* and *restructuring*. Auch bekannte *corporate raider* verlegten einen Teil ihrer Aktivitäten auf den Handel mit notleidenden Forderungen.

Investitionsstrategien in akut notleidende Unternehmungen und ihre Wertpapiere haben in den USA unter dem Begriff „***Vulture Investing***“ eine große Aufmerksamkeit erhalten. Nach-

---

133 Vgl. Mueller, J. M., (1997), S. 8.

134 Vgl. Altman, E. I., (1993), S. 7.

135 Vgl. auch o.V., (1994c), S. 84 sowie Schifrin, M., (1994), S. 85. In einer neueren Entscheidung vom Januar 1995 verbot jedoch der U.S. Bankruptcy Court Investmentbanken als Berater aufzutreten, falls sie selbst hohe Forderungen halten.

dem sich in den letzten zehn Jahren ein Sekundärmarkt für praktisch jede Form von Ansprüchen an notleidende Unternehmungen entwickelt hat, ist gerade in letzter Zeit an der Wall Street wieder eine starke Zunahme von sog. *„**distressed investing funds**“* (populär als *„**vulture funds**“*) zu beobachten, die von Investmentbanken und Insolvenzrechtsexperten emittiert werden.[136] Diese Fonds investieren in privat gehaltenes oder öffentlich gehandeltes Fremdkapital, in Lieferantenforderungen oder in Eigenkapital von Unternehmungen, die ihren Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen konnten oder versuchen, eine außergerichtliche Einigung mit ihren Kapitalgebern zu erreichen. Sie haben dabei sehr hohe Renditeerwartungen.

Auf der anderen Seite hat die Vielzahl potentieller Investoren die Renditemöglichkeiten früherer Jahre bereits wieder vermindert. Die Entwicklung des Marktes wird deutlich, wenn man die vergleichbaren Großinsolvenzen von FEDERATED DEPARTMENT STORE und MACY gegenüberstellt. Während im ersten Fall im Jahre 1990 praktisch keine Forderungen gehandelt wurden, wechselte vier Jahre später mindestens die Hälfte aller notleidenden Titel im Rahmen der Insolvenz ihren Besitzer.[137]

Die **Strategien**, die *Vulture-Investoren* verfolgen, sind so **unterschiedlich** wie die Ansprüche, die gehandelt werden.[138] Ein anschauliches Modell der Situation, der sich Investoren in akut krisenhafte Unternehmungen gegenübersehen, entwickelt GILSON mit seinem *„**pie-model**.“*[139] Danach kann die Unternehmung als Kuchen angesehen werden, der in verschiedene Stücke (*„slices“*) aufgeteilt ist. Die Größe des Kuchens wird durch den aktuellen Wert der Vermögensgegenstände der Unternehmung bestimmt. Jede Anspruchsgruppe der Unternehmung hält ein Stück dieses Kuchens. Diese *„sliceholder“* können sowohl Eigen- als auch die verschiedenen Rangklassen der Fremdkapitalgeber sein. *Vulture-Investoren* kaufen nun ein oder mehrere Stücke dieses Kuchens und profitieren davon, wenn ihre „Stücke“ wachsen. Dies kann dadurch erreicht werden, indem der Investor:

---

136 Vgl. Wirth, G., (1996), S. 19. Prominente Fonds sind z.B. der APOLLO FUND, der ZELL-CHILMARK FUND oder der PRUDENTIAL DISTRESSED SECURITIES FUND. Besonders aktiv sind von den großen Investmentbanken die Firmen MERRILL LYNCH und DONALDSON, LUFIN & JENRETTE. Auf der anderen Seite haben Interessenkonflikte, die dadurch auftreten, daß sie auch als Insolvenzberater auftreten, einige Firmen dazu veranlaßt, ihren „vulture fund“ zu schließen. Das bekannteste Beispiel ist die Bank GOLDMAN SACHS, die ihren $ 800 Millionen Fond 1991 einstellte.

137 Vgl. Wirth, G., (1996), S. 19. Vgl. zur Einschätzung des Marktes auch Altman, E. I., (1993), S. 43. Zu Beginn der neunziger Jahre waren jährliche Renditen von über 30% auf das investierte Kapital üblich. Vgl. Ross, W. L., (1991), S. 3.

138 Vgl. Gilson, S. C., (1995), S. 8.

139 Vgl. Gilson, S. C., (1995), S. 10.

- eine **aktive Rolle im Management der Unternehmung** übernimmt und versucht, den gesamten Kuchen zu vergrößern, indem die Ressourcen (Vermögensgegenstände) der Unternehmung einer effizienteren Verwendung zugeführt werden,
- versucht, sein Stück des Kuchens **auf Kosten derjenigen zu vergrößern**, die auch ein Stück des Kuchens besitzen,
- **nichts tut** und von der Wertsteigerung unterbewerteter Ansprüche profitiert.[140]

Damit sind **aktive Investitionsstrategien** genauso zu beobachten wie **passive**, die Investition in spezifische Rangklassen von **Fremdkapital** ebenso wie die Übernahme von **Eigenkapitalanteilen**. Zudem kann eine Investition im Vorfeld oder im Rahmen der Insolvenz erfolgen.

Die **Basis aller Investitionsstrategien**, gleichgültig ob sie im Rahmen oder außerhalb der Insolvenz verfolgt werden, ist der **Sanierungsplan**, der aus dieser Sicht ein Vorschlag ist, bestehende Forderungen an die Unternehmung durch eine Gesamtheit neuer Ansprüche zu ersetzen. Besondere Bedeutung hat er im Zusammenhang mit dem US-amerikanischen Insolvenzrecht und dessen Möglichkeiten für Investoren. Man kann damit sagen, daß das US-amerikanische Insolvenzrecht sowohl von den bisherigen als auch von neuen Investoren als „*business-tool*" eingesetzt wird. Aufgrund der vielfältigen Investitionsstrategien soll sich im weiteren Verlauf auf diejenigen spezifisch US-amerikanischen Strategien konzentriert werden, die im Zusammenhang mit dem insolvenzrechtlichen Sanierungsplan stehen.

140 Vgl. Gilson, S. C., (1995), S. 11.

4.4.2 Aktive Investitionsstrategien: „Submit a reorganization plan“

4.4.2.1 Grundsätzliches

Im Rahmen aktiver Investitionsstrategien versucht der Investor, den **Ausgang des Sanierungs(planungs)prozesses zu seinen Gunsten zu beeinflussen**. Aktive Investitionsstrategien setzen damit die Einflußmöglichkeit auf diesen Prozeß voraus. Grundsätzlich können zwei verschiedene aktive Investitionsstrategien unterschieden werden.[141] Beide basieren auf der Ausgestaltung und Durchsetzung des Sanierungsplans. Wie bereits ausgeführt wurde, besteht dieser immer aus zwei Bestandteilen: Das ist zunächst der betriebswirtschaftliche Sanierungsplan, der darstellt, wie die Unternehmung nach durchlaufener Insolvenz langfristig erfolgreich fortgeführt werden soll. Zudem bestimmt der Sanierungsplan die genaue Art der Abfindung jeder einzelnen Gläubigerklasse.

Die **erste Form aktiver Investitionsstrategien** beruht nun darauf, daß der Investor die Möglichkeit erlangt, die Unternehmungsführung zu übernehmen, um so direkt auf die Unternehmungspolitik Einfluß zu gewinnen. Der Investor profitiert dann, falls es gelingt, die Ertragskraft der Unternehmung wiederherzustellen und so den Wert der Vermögensgegenstände sowie der Ansprüche, die diesen entgegenstehen, zu erhöhen. Dafür erwirbt der Investor eine **Anzahl an Forderungen** an die Unternehmung und **erarbeitet einen Sanierungsplan**, um diesen den Gläubigern zwecks Abstimmung **vorzulegen**. Generell ist jeder Gläubiger berechtigt, einen eigenen Sanierungsplan vorzulegen, den das Insolvenzgericht neben dem Plan der Unternehmungsführung zur Abstimmung annehmen kann. Voraussetzung ist lediglich, daß das Insolvenzgericht diesem Sanierungsplan vorher zugestimmt hat. Die Höhe der Forderung desjenigen, der den Sanierungsplan vorschlägt, spielt dabei keine Rolle. Ist der Sanierungsplan von den Gläubigern der Unternehmung akzeptiert worden, da er ihnen z.B. eine höhere Abfindungsquote in Aussicht stellt, wird derjenige, der den Plan ausgearbeitet hat, in das Management gewählt („***become a future stockholder***“).

Investoren, welche die **zweite grundlegende Investitionsstrategie** verfolgen, erwerben dagegen einen Teil einer Klasse, um so die Annahme des Sanierungsplans verhindern zu können. Sie profitieren dann, falls sie von anderen Klassen großzügig abgefunden werden, um die Umsetzung des Sanierungsplans nicht zu gefährden („***bondmail***“).

[141] Vgl. Gilson, S. C., (1995), S. 11 ff.

4.4.2.2 „Become a future stockholder"

Die Kontrolle über eine Unternehmung in der Insolvenz kann auf zwei verschiedene Weisen erworben werden. Entweder werden dafür Fremdkapitalforderungen erworben („***purchase currently outstanding debt claims***") oder es wird der Unternehmung neues Eigenkapital zur Verfügung gestellt („***purchase new voting stock***").

(1) Purchase currently outstanding debt claims

Diese gebräuchlichste Investitionsstrategie besteht darin, **Fremdkapitalforderungen** verschiedener Klassen zu erwerben, die Erstellung eines Sanierungsplans zu beeinflussen und von der späteren **Umwandlung** des Fremdkapitals **in Eigenkapital** nach Maßgabe des Sanierungsplans zu profitieren.[142] Durch die Konzentration eines großen Teils der Ansprüche haben *Vulture-Investoren* meist eine starke Verhandlungsposition im Insolvenzprozeß und können den Sanierungsplan zu ihren Gunsten beeinflussen. Wenn so ein großer Teil des Eigenkapitals in der Hand des Investors gelangt, kann der *Vulture-Investor* die **Kontrolle** über die Unternehmung übernehmen, nachdem diese die Insolvenz verlassen hat.

Prinzipiell werden vorrangige Forderungen mit vorrangigen Ansprüchen abgefunden (Fremdkapital oder Barzahlungen). Nachrangige Forderungen erhalten in der Regel mehr Eigenkapital. Das Ziel besteht nun darin, zu einem sehr niedrigen Preis nachrangiges Fremdkapital zu erwerben, das dann in Eigenkapital umgewandelt wird.[143] Das **Risiko** liegt gleichwohl darin, daß sich diese **Ansprüche als zu nachrangig** erweisen und der Investor aus diesem Grunde leer ausgeht. Ein *Vulture-Investor* muß deshalb in der Lage sein, den vom Insolvenzgericht angenommenen Fortführungswert der Unternehmung möglichst genau zu schätzen und dessen Verteilung auf die verschiedenen Gläubiger möglichst genau zu antizipieren. Ein weiteres Risiko für den Investor besteht darin, daß sich die Unternehmung länger als geplant in einem Chapter 11-Verfahren befindet oder in ein Liquidationsverfahren nach Chapter 7 wechselt. Auch in diesem Fall kann der Wert der erworbenen Forderungen schnell stark zurückgehen oder diese können gänzlich ihren Wert verlieren.[144] Das Ergebnis dieser V*ulture Investing* Strategie ähnelt einem *Leveraged Buyout*, nur in entgegengesetzter Richtung. Anstatt den Kauf

---

[142] Vgl. z.B. Schifrin, M., (1994), S. 85.

[143] Vulture-Investoren beginnen ihre Investition oftmals damit, daß sie Forderungen an die Unternehmung aus Lieferungen und Leistungen erwerben. Vgl. Gilson, S. C., (1991), S. 67.

[144] Vgl. z.B. Reiferson, P. J., Fenster, S. R., (1991), S. 6.

von Eigenkapital mit Fremdkapital zu finanzieren, wird Fremdkapital erworben, das dann in Eigenkapital getauscht wird.[145]

Ein typisches Beispiel für diese Strategie war die Investition der New Yorker Investmentfirma JAPONICA PARTNERS in die Unternehmung SUNBEAM-OSTER COMPANY, INC. im Jahre 1990 in einem Chapter 11 Verfahren. Dabei wurde Fremdkapital aus verschiedenen Gläubigerklassen erworben, das später in Eigenkapital umgewandelt wurde.[146] Auf diese Weise konnte die Kontrolle über SUNBEAM-OSTER COMPANY, INC. erworben werden.

(2) Purchase new voting stock

Bei dieser Strategie wird neues Eigenkapital erworben, das auf der Basis des Sanierungsplans emittiert wird. Diese Strategie, die auch als „**funding the plan**" bezeichnet wird, wurde beispielsweise in der Insolvenz von CONTINENTAL AIRLINES angewandt. Sowohl eine Investorengruppe um die LUFTHANSA AG als auch eine Gruppe um AIR CANADA bewarben sich darum, durch die Bereitstellung neuen Eigenkapitals Continental Airlines zu erwerben. Das erfolgreiche Gebot von AIR CANADA sah im Gegenzug für einen mehr als 50% igen Anteil eine Kapitaleinzahlung von $ 450 Millionen vor.[147]

Eine weitere Möglichkeit besteht prinzipiell darin, einen großen **Teil des Eigenkapitals zu erwerben** und im Rahmen einer auch in Chapter 11 möglichen Aktionärsversammlung die Unternehmungsführung dazu zu bewegen, einen aktionärsfreundlicheren Sanierungsplan vorzulegen.[148] Dieser Weg der Kontrollerlangung ist jedoch **in der Praxis** u.a. deshalb **wenig effizient**, da in einem Insolvenzverfahren nach Chapter 11 in aller Regel mit einer starken Verdünnung des Eigenkapitals und deshalb mit einer Reduzierung des Eigenkapitalanteils zu rechnen ist.[149] Die Einflußnahme auf die Unternehmungsführung wäre damit oft nur von kurzer Dauer.

---

145 Es ist nicht verwunderlich, daß *vulture investing* Strategien zu Beginn der neunziger Jahre vielfach von ehemaligen Mitarbeitern von LBO Investmentfirmen eingeführt wurden. Beispielsweise waren 80% der Beschäftigten des sehr aktiven *vuture funds* APOLLO ADVISORS L. P. ehemalige Mitarbeiter von Drexel Burnham Lambert. Vgl. Dubroff, H., (1993), S. 22.

146 Die Firma JAPONICA PARTNERS diskutiert mögliche Investitionskandidaten öffentlich im Internet. Adresse: http://www.Japonica.com.

147 Vgl. Gilson, S. C., Karam, S. J., (1994), S. 8.

148 Vgl. Gilson, S. C., (1995), S. 11.

149 Vgl. Gilson, S. C., (1995), S. 12.

4.4.2.3 „Bondmail“

Eine weitere Investitionsstrategie besteht darin, einen genügend großen Teil der **Ansprüche einer spezifischen Rangklasse** zu erwerben, um so die **Annahme des Sanierungsplans verhindern** zu können.[150] Nach Chapter 11 gilt ein Sanierungsplan lediglich dann als *„consensual“*, wenn alle Gläubigerklassen, die ihre Ansprüche vermindern müssen, dem Sanierungsplan zugestimmt haben.

Da jede Klasse einzeln und mit mindestens Zweidrittel nach Forderungssummen sowie der Hälfte nach Köpfen dem Sanierungsplan zustimmen muß, genügt es bereits, hat der Investor mehr als ein Drittel der (bei der Abstimmung anwesenden) Forderungen einer Klasse erworben. Der Investor kann dann solange **die Annahme des Sanierungsplans verhindern, bis** ihm von den anderen Gläubigern eine **höhere Abfindungsquote zugestanden** wird. Jedoch ist es nach Chapter 11 nicht erlaubt, daß dem Investor eine höhere Abfindungsquote zugestanden wird als den anderen Gläubigern seiner Klasse. Falls die entsprechenden Forderungen vor der Insolvenz erworben wurden, besteht das Problem außerdem darin, daß die genaue Abgrenzung der Anspruchsklassen durch den Sanierungsplan definiert wird. Nach Chapter 11 müssen die Gläubigerklassen nur *„substantially similar“* sein, so daß ähnliche Gläubigerforderungen in verschiedene Klassen eingeteilt werden können. Eine beliebte Abwehrstrategie gegen einen *Vulture-Investor*, der eine *bondmail-Srategie* anzuwenden versucht, besteht nun darin, die von dem Investor gehaltenen Forderungen in verschiedene Klassen einzuteilen, damit dieser die benötigte Anzahl an Stimmen oder Forderungen in einer Klasse nicht erreicht.[151] Zudem kann die Ablehnung einer Klasse durch das Insolvenzgericht ggf. aufgehoben werden (*„crammed down“*).[152] Eine weitere Gegenstrategie besteht demzufolge darin, diejenigen, die sich gegen einen Plan aussprechen, in einer Klasse zu isolieren, um diese dann durch das Insolvenzgericht überstimmen zu lassen.

---

150 Vgl. zum Abstimmungsprocedere nach Chapter 11 Kapitel 3.5.2.1 dieser Arbeit.

151 Vgl. Gilson, S. C., (1995), S. 12.

152 Vgl. dazu auch Kapitel 3.4.2.1 dieser Arbeit.

4.4.3 Passive Investitionsstrategien

Passive Investitionsstrategien beruhen auf der Identifikation und Investition in unterbewertete Forderungen an akut krisenhafte Unternehmungen. Meist handelt es sich dabei um Fremdkapital, gleichwohl ist auch ein Erwerb unterbewerteten Eigenkapitals möglich. Nachdem die Zahlungsverpflichtungen an öffentlich gehandelte Bonds nicht mehr eingehalten werden können, werden diese je nach Rangklasse im Durchschnitt mit einem Viertel bis zur Hälfte ihres Nennwertes gehandelt.[153] Die Chance zum Erwerb unterbewerteter Ansprüche ist in den USA jedoch aufgrund der äußerst stark angestiegenen Nachfrage nach diesen Titeln in den letzten Jahren stark zurückgegangen.[154]

Aufgrund der starken Abschläge für Anleihen, deren Bedienung in Verzug geraten ist, ist es zwar grundsätzlich möglich, daß eine Überreaktion des Marktes ausgenutzt werden kann. Jüngere akademische Studien haben jedoch keine Überrenditen bei der Investition in solche Forderungen feststellen können. Der Markt für Forderungen an akut krisenhafte Unternehmungen wird als weitgehend effizient eingestuft.[155] So kann eine Bank im heutigen Markt mit bis zu einhundert Anfragen rechnen, falls sie eine größere notleidende Kreditforderung besitzt. Obwohl mit passiven Investitionsstrategien Überrenditen kaum noch zu erzielen sind, gibt es eine Vielzahl institutioneller Investoren, die notleidende Forderungen als Teil ihres Investitionsportfolios halten.

Bei passiven Investitionsstrategien erwirbt der Investor Eigen- oder Fremdkapital der Unternehmung in der Hoffnung, daß seinen Ansprüchen mit dem Sanierungsplan ein höherer Wert zugewiesen wird, als der Investor dafür bezahlt hat. Dabei muß der Investor zwei Dinge grundlegend beachten: **Erstens** die Regel der *absolute priority*, nach der er ausschließlich dann profitieren kann, falls alle Klassen mit höherer Priorität vollständig befriedigt worden sind. **Zweitens, den Wert der Unternehmung nach einer erfolgten Sanierung**. Falls der *Vulture-Investor* den Fortführungswert der Unternehmung falsch einschätzt, so besteht für ihn das Risiko, seine gesamte Investition zu verlieren.

---

153 Vgl. Gilson, S. C., (1995), S. 13.

154 Vgl. Gilson, S. C., (1995), S 13.

155 Ende der achtziger Jahre, als der Markt noch nicht die heute zu verzeichnende Liquidität hatte, waren unterbewertete Unternehmungen, die sich kurz vor oder bereits in der Insolvenz befanden, leichter zu identifizieren. So hatte z.B. die Unternehmung CUMBERLAND WORLDWIDE bei einem geschätzten Liquidationswert von über $ 600 Millionen nur einen Marktwert des Eigen- und Fremdkapitals von deutlich weniger als $ 400 Millionen. Vgl. Moore, R. W., (1991), S. 4 und 10 f.; Mueller, J. M., (1997), S. 9.

„Für das Gewesene gibt der Kaufmann nichts, dies schon gar nicht, wenn das Gewesene schlecht war."[1]

5. Unternehmungsbewertung im Rahmen einer Sanierungsplanung

5.1 Unternehmungsbewertung

Mit Hilfe einer Bewertung wird bestimmt, inwieweit ein beliebiges **Objekt** den Zielvorstellungen des **Bewertungssubjektes** entspricht.[2] Der Wert des Bewertungsobjektes Unternehmung wird aus Sicht der Eigentümer durch die Beiträge zu ihrer Zielerreichung charakterisiert. Ihr Wert stellt damit eine subjektbezogene **Nutzengröße** dar, die sich zweckbezogen ergibt.[3] Da angenommen wird, daß die Eigentümer finanzielle Ziele mit der Unternehmung verfolgen, wird ihr bei einer Bewertung eine **Geldgröße** zugeordnet.[4]

Die neuere Theorie der Unternehmungsbewertung verneint damit einen für alle Bewertungssubjekte gleichermaßen objektiv feststellbaren Unternehmungswert „an sich", der wie eine Objekteigenschaft auf der Basis einer zeitpunktbezogenen Betrachtung stets ermittelbar ist. Eine streng subjektbezogene Bewertung wird jedoch in der Literatur teilweise nicht für alle Bewertungszwecke als geeignet angesehen und die Notwendigkeit einer „konventionalisierten" Wertermittlung für bestimmte Bewertungszwecke betont.[5] Deshalb stellt die moderne Theorie der Unternehmungsbewertung einen Kompromiß zwischen einem objektiven und subjektiven Bewertungsstandpunkt dar[6] und betont die Notwendigkeit einer **funktionalen Unternehmungsbewertung** abhängig vom Bewertungszweck.[7]

Als **Hauptfunktionen** der Unternehmungsbewertung werden traditionell Beratungs-, Vermittlungs- und Argumentationsfunktion unterschieden. Eine **Vermittlungsfunktion** hat die Unternehmungsbewertung, wenn durch die Bestimmung eines Arbitriumwertes ein Interessenaus-

---

1 Maus, K. H., (1991), S. 1134.

2 Vgl. Wild, J., (1982), S. 101; Münstermann, H., (1976), Sp. 168.

3 Vgl. Sieben, G., Zapf, B., (1981), S. 3 ff.; Born, K., (1995), S. 22.

4 Vgl. Moxter, A., (1983), S. 5 f.

5 Vgl. Sieben, G., (1993), Sp. 4315. Auf die Diskussion „subjektiver - objektiver - objektivierter Unternehmungswert" soll hier nicht weiter eingegangen werden. Vgl. dazu z.B. Ballwieser, W., (1995), S. 119 ff. sowie Moxter, A., (1983), S. 23 ff.

6 Vgl. Sieben, G., (1993), Sp. 4315; Moxter, A., (1983), S. 31.

7 Vgl. Matschke, M. J., (1975), S. 23 ff.; Coenenberg, A. G., (1984), S. 497.

gleich zwischen mehreren Parteien herbeizuführen ist.[8] Eine **Argumentationsfunktion** kommt ihr dann zu, falls eine Verhandlungspartei versucht, durch den Ansatz eines Unternehmungswertes argumentative Unterstützung zu finden. In ihrer **Beratungsfunktion** soll die Unternehmungsbewertung dagegen streng subjektbezogene **Entscheidungsgrundlagen** schaffen und beinhaltet im Kern einen **Investitionsvergleich** auf der Basis nutzenäquivalenter Alternativen.[9] Diese Funktion der Unternehmungsbewertung ist in den letzten Jahren immer mehr ausgebaut worden und hat als „entscheidungsorientierte Unternehmungsbewertung" im Rahmen der strategischen Unternehmungsplanung eine große Bedeutung erlangt. Aufgabe der Unternehmungsbewertung ist es dabei, alternative Strategien im Hinblick auf ihre Wirkung auf den Unternehmungswert zu beurteilen.[10]

Grundsätze der Unternehmungsbewertung sind, daß sich **erstens** der Wert einer Unternehmung als einheitliches Ganzes und nicht durch Addition der Werte einzelner Vermögensteile errechnet (Prinzip der Bewertungseinheit).[11] Der Unternehmungswert ergibt sich **zweitens** aus dem zukünftigen Nutzen, der den Unternehmungseigentümern infolge der Verfügung über die Unternehmung zukommt (Prinzip der Zukunftsbezogenheit).[12] **Drittens** wird der Nutzen, den eine Unternehmung stiftet, als Vorteilsstrom definiert, der zwischen der Unternehmung und ihren legitimierten Eigentümern fließt (Zuflußprinzip).

Neben Unternehmungsakquisitionen, Erbauseinandersetzungen und weiteren **Anlässen**, stellt die **Beurteilung akut krisenhafter Unternehmungen im Hinblick auf ihre Sanierungswürdigkeit** sowie verbleibender Handlungsalternativen einen herausragenden Anlaß der Unternehmungsbewertung dar.[13]

---

8 Vgl. Matschke, M. J., (1979), S. 19; Serfling, K., Pape, U., (1995), S. 812.

9 Vgl. Busse von Colbe, W., (1992), S. 57; Sieben, G., (1993), Sp. 4316; Matschke, M. J., (1975), S. 23 ff.; Moxter, A., (1983), S. 11 ff.

10 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 312.

11 Vgl. Sieben, G., (1993), Sp. 4316; Münstermann, H., (1966), S. 18 ff.

12 Vgl. Dörner, W., (1992), S. 27; Busse von Colbe, W., (1992), S. 56.

13 Vgl. Münstermann, H., (1966), S. 15.

5.2 Unternehmungsbewertung als Basis der Sanierungswürdigkeitsentscheidung

5.2.1 Entscheidungsalternativen im Rahmen einer Unternehmungssanierung

Unternehmungssanierungen werden in dieser Arbeit als **Investitionsprojekte** aufgefaßt. Dementsprechend wird die Sanierungswürdigkeitsentscheidung als **Investitionskalkül** interpretiert, zu deren Fundierung die **Unternehmungsbewertung** heranzuziehen ist. Sie hat dabei eine **Beratungsfunktion** durch Bereitstellung eines Entscheidungswertes.[14] Als Maßstab dient das **Kapitalwertkriterium**, wonach diejenige Entscheidungsalternative zu wählen ist, die den Barwert künftiger Einzahlungsüberschüsse maximiert. Für alle im Entscheidungszeitpunkt noch in Betracht kommenden Handlungsalternativen sind idealtypisch die zu erwartenden Ein- und Auszahlungsströme zu bestimmen.[15] Diese Handlungsalternativen bestehen in akuten Unternehmungskrisen in verschiedenen **Fortführungs- und Liquidationsalternativen**, die sich primär im Hinblick auf ihren **Umfang** und ihre **Dimension** unterscheiden.

Hinsichtlich des **Umfangs** möglicher Handlungsalternativen ist zu unterscheiden, ob sie sich auf die Unternehmung als Ganzes oder lediglich auf rechtlich selbständige Teileinheiten beziehen. Im weiteren Verlauf der Arbeit werden aus Praktikabilitätsgründen Aussagen abgeleitet, die auf die Unternehmung als Ganzes Bezug nehmen. Zudem unterscheiden sich einzelne Handlungsalternativen nach ihrer rechtlich-formellen **Dimension**, je nachdem ob sie außerhalb oder im Rahmen des Insolvenzrechts durchzuführen sind. So kann eine **Sanierung** im Vorfeld eines gerichtlichen Insolvenzverfahrens oder nach Maßgabe des neuen Insolvenzrechts erfolgen, wobei die Unternehmung als Subjekt aller Rechtsbeziehungen bzw. Vertragsverhältnisse in jedem Fall fortbesteht.[16]

Auch die **Liquidation**, verstanden als „Umwandlung des vorhandenen Vermögens einer Unternehmung in Geld“[17] kann außerhalb oder im Rahmen eines gerichtlichen Insolvenzverfahrens erfolgen. Unter dem hier gebrauchten „weiten“ Liquidationsbegriff fallen die Alternativen Zerschlagung der Unternehmung (stille Liquidation), ihre Veräußerung außerhalb des Insolvenz-

14 Vgl. Marschdorf, H.-J., (1984), S. 4.

15 Anschaffungsauszahlungen, d.h. bisher angefallene Ein- und Auszahlungen, müssen deshalb nicht berücksichtigt werden, da sie erstens für alle Alternativen gleich hoch sind und zudem als „Sunk costs“ keine Entscheidungsrelevanz mehr besitzen.

16 Vgl. Marschdorf, H.-J., (1984), S. 5.

17 Hellge, G., (1982), S. 17.

rechts sowie Zerschlagung oder Veräußerung der Unternehmung im Rahmen eines gerichtlichen Insolvenzverfahrens. [18]

	außerhalb der Insolvenz	im Rahmen eines Insolvenzrechtlichen Verfahrens
Fortführung	Sanierungsplan außerhalb des Insolvenzrechts	Sanierungsplan im Rahmen des Insolvenzrechts
Liquidation	Zerschlagung ("stille Liquidation") Veräußerung als Ganzes	sofortige Zerschlagung Zerschlagungsplan Übertragungsplan

Abbildung 5.1: Fortführungs- und Liquidationsalternativen

5.2.2 Entscheidungskalkül im Rahmen einer Unternehmungssanierung

Aus Sicht der **bisherigen Investoren**, die bereits Kapital in der Unternehmung gebunden haben, ist eine Unternehmung dann fortzuführen, sofern ihr **Fortführungswert** den **Liquidationswert** der Unternehmung übersteigt.[19] Ist dies nicht der Fall, so ist die Unternehmung derjenigen Liquidationsalternative zuzuführen, für die der höchste Liquidationswert prognostiziert wird. In akuten Unternehmungskrisen ist für bisherige Investoren die **höchste Ausprägung**

[18] Vgl. Hellge, G., (1982), S. 19. Unterschieden werden kann auch zwischen Formen der *freiwilligen* Liquidation, die eine Veräußerung als Ganzes oder eine Zerschlagung umfaßt, und einer *unfreiwilligen* Liquidation im Rahmen eines insolvenzrechtlichen Verfahrens. Vgl. Hellge, G., (1982), S. 21 f.; Krystek, U., (1987), S. 256 ff.; Sieben, G., Russ, W., (1989), Sp. 1765.

[19] Vgl. Marschdorf, H.-J., (1984), S. 6.

des Liquidationswertes,[20] oder der maximale Erfolgswert des durch die Liquidation freigesetzten Kapitals, die wertmäßige Untergrenze der Unternehmung.[21] Bisherige Investoren fahren mit einer Unternehmungssanierung folglich dann besser, falls im Vergleich zur Alternativanlage eine höhere Rendite auf den geplanten Liquidationserlös erzielt werden kann.[22] Der Liquidationswert ist damit der Mindestertragswert einer fortzuführenden Unternehmung. Vgl. dazu Abbildung 5.2.

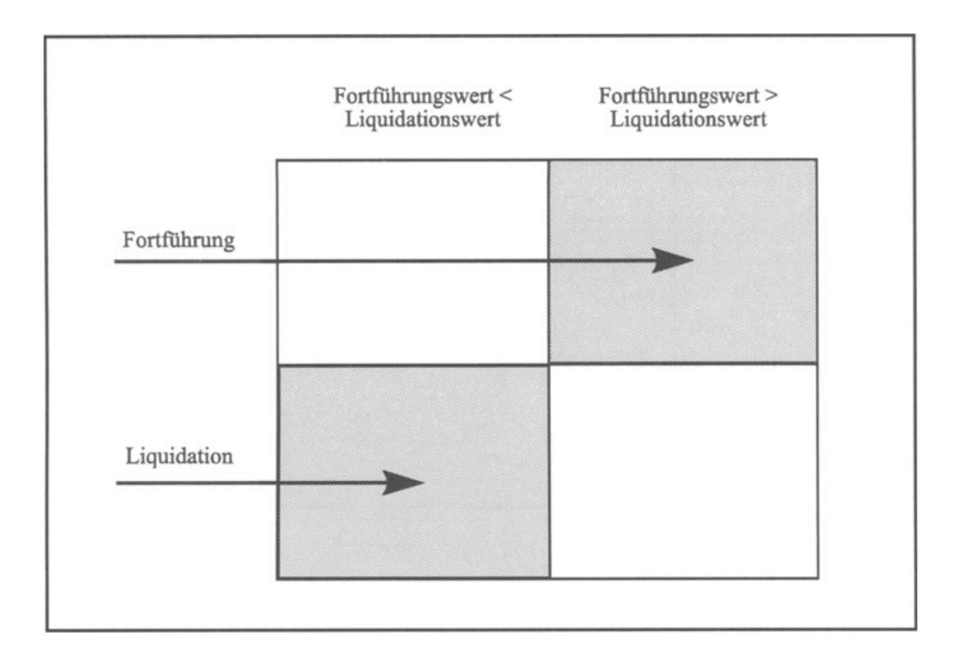


Abbildung 5.2: Entscheidungskalkül im Rahmen einer Unternehmungssanierung

Der **Wert, der durch die Sanierung einer Unternehmung geschaffen** wird, soll als **Differenz** zwischen ihrem **Fortführungs- und ihrem höchstmöglichen Liquidationswert** definiert

---

20 Die Wertuntergrenze der Unternehmung ist ihr Insolvenzwert. Ein Fortführungs-, Zerschlagungs- oder Veräußerungswert als Ganzes kann aufgrund sanierungsbedingter Lasten zwar unter dem Insolvenzwert liegen; jedoch wird dann i.d.R. die Insolvenz eingeleitet. Bei Verfolgung sozialer Ziele kann gleichwohl auch ein niedrigerer Wert realisiert werden. Vgl. allgemein Münstermann, H., (1966), S. 102 sowie 152.

21 Vgl. Sieben, G., (1963), S. 61; Sieben, G., Lutz, H., (1984), S. 571; Coenenberg, A. G., (1984), S. 502.

22 Vgl. Sieben, G., (1963), S. 73. Zusätzlich ist jedoch zu berücksichtigen, daß in aller Regel frisches Kapital („fresh money“) bereitgestellt werden muß.

werden. Dieser Wert wird als **Sanierungswert** bezeichnet. Allerdings differieren auch mögliche Fortführungswerte der Unternehmung; sie sind eine Funktion der im Sanierungsplan festgelegten Ziele und Maßnahmen[23] und folglich nur auf der Basis alternativer Sanierungsplanungen ermittelbar.[24] Da eine Unternehmung dann fortgeführt werden sollte, falls ihr Fortführungswert ihren Liquidationswert übersteigt, hat eine **Sanierungsplanung stets sowohl eine eingehende Liquidations- als auch Fortführungsanalyse zu umfassen**. Nur auf dieser Basis sind die für einen Vergleich relevanten Werte der optimalen Fortführungs- und Liquidationsalternative bestimmbar. Vgl. in diesem Zusammenhang Abbildung 5.3.

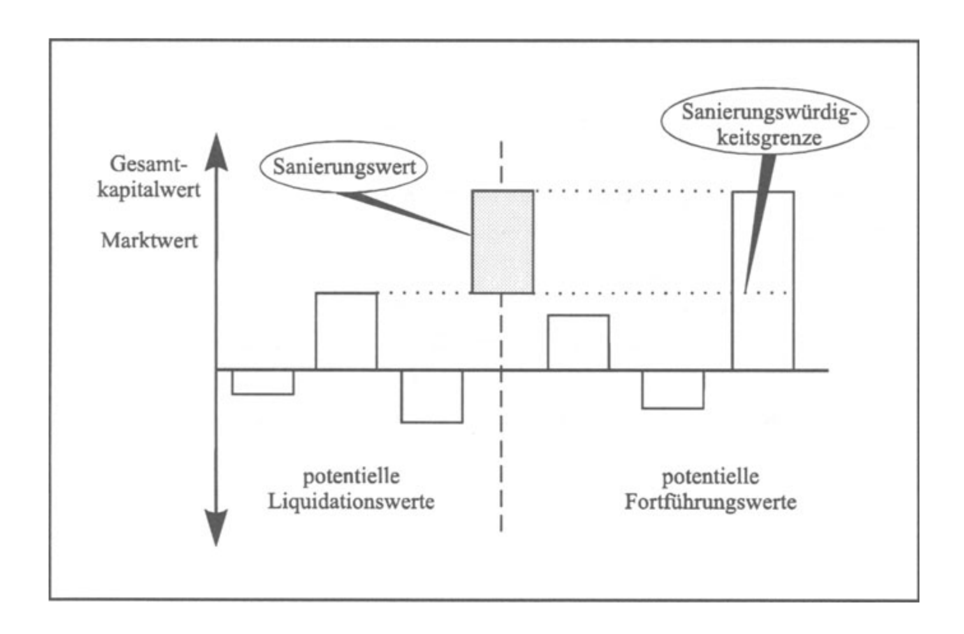


Abbildung 5.3: Sanierungswürdigkeitsbeurteilung als Aufgabe der Unternehmungsbewertung

Der **Gesamt(kapital)wert** ist die **Summe** der Zahlungen, welche die Eigen- und Fremdkapitalgeber der Unternehmung zu erwarten haben. Er setzt sich damit aus dem **Eigen-** und **Fremdkapitalwert** zusammen. Deshalb ist auch zwischen einem Fortführungs- und Liquidationswert

23 Vgl. Sieben, G., Lutz, H., (1984), S. 572; Wegmann, J., (1987), S. 131 f. Es gilt der von MELLEROWICZ formulierte Grundsatz „Hier kann die Vergangenheit nur ein sekundärer Maßstab für die Zukunft sein." Mellerowicz, K., (1952), S. 48.

24 Vgl. Feldbauer-Durstmüller, B., (1993), S. 67; Wegmann, J., (1987), S. 148.

des Eigen- und Fremdkapitals zu unterscheiden.[25] Aus Eigentümersicht interessiert grundsätzlich die höchste Ausprägung des Eigenkapitalwertes der Unternehmung.[26] Das Investitionskalkül der Fremdkapitalgeber ist dabei mit dem der Eigentümer vergleichbar. Für sie ist ein Vergleich zwischen dem Fortführungs- und dem Liquidationswert des Fremdkapitals relevant, wobei letzterer in einem insolvenzrechtlichen Verfahren realisiert wird. Grundsätzlich gilt jedoch für Eigen- und Fremdkapitalgeber, daß sie durch eine Unternehmungssanierung dann bessergestellt werden **können**, falls der Fortführungswert des Gesamtkapitals dessen Liquidationswert übersteigt. Damit ist der **Gesamtkapitalwert das ausschlaggebende Entscheidungskriterium**. **Wie der Sanierungswert verteilt wird**, ist eine Frage, die in Verhandlungen zu lösen ist und somit nicht zuletzt eine Frage der **Machtstellung**.

Neue Investoren entwerfen dagegen ein anderes Investitionskalkül: Sie vergleichen das Engagement bei einer Unternehmungssanierung mit der günstigsten zur Verfügung stehenden Investitionsalternative. Dabei kann z.B. die Investition in verschiedene sanierungsbedürftige Unternehmungen oder die Akquisition einer prosperierenden Unternehmung als Vergleich herangezogen werden. Bei der Bewertung sind hierbei die zu erwartenden unterschiedlichen Kaufpreise ebenso zu berücksichtigen wie zusätzlich entstehende Sanierungsaufwendungen und unterschiedliche Risiken. Es wird darüber hinaus deutlich, daß die Höhe des Fortführungswertes durch das Bewertungssubjekt selbst beeinflußt wird, da z.B. Sanierungs-Know-how, Synergien, strategische Ziele oder ein übertragbares Verlustabzugspotential zu berücksichtigen sind.[27]

---

25 Vgl. Marschdorf, H.-J., (1984), S. 7.

26 Vgl. z.B. Mirow, M., (1994), S. 93.

27 Vgl. Sieben, G., Lutz, H., (1984), S. 574; Herzig, N., Hötzel, O., (1992), S. 296.

5.3 Unternehmungsbewertungsmethoden im Rahmen einer Unternehmungssanierung

5.3.1 Substanzwertmethode

5.3.1.1 Grundsätzliches

Als **Substanzwert** bezeichnet man die Summe der Einzelwerte der Vermögensgegenstände einer Unternehmung abzüglich ihrer Schulden. In Abhängigkeit von den berücksichtigten Vermögensgegenständen und zugrunde gelegten Wertansätzen wird zwischen verschiedenen Substanzwertkonzeptionen unterschieden.[28] Geht man von der Idee aus, jenen Wert zu ermitteln, der für eine **Reproduktion**[29] der Unternehmung aufzuwenden wäre, so werden Vermögensgegenstände auf der Basis von Wiederbeschaffungspreisen bewertet.[30] In aller Regel gehen in einen so bestimmten Substanzwert ausschließlich materielle und verkehrsfähige immaterielle Vermögensgegenstände ein, was ihm den Charakter eines **Teilreproduktionswertes** zukommen läßt. Abhängig vom Bewertungszweck kann es jedoch sinnvoll sein, auch weitere immaterielle Werte, wie beispielsweise Kosten der Kapitalbeschaffung, Gründung, Ingangsetzung etc., mit in das Bewertungskalkül einzubeziehen.[31]

Aus der Sicht eines Investors stellt die Unternehmungssubstanz nach SIEBEN **vorgeleistete Ausgaben** dar.[32] Die Unternehmungssubstanz hat nach dieser Interpretation nur dann einen Wert, falls dadurch geplante Ausgaben ersetzt werden können, da dies wiederum zu einer Erhöhung der Einnahmeüberschüsse führt. So kann eine Unternehmung z.B. deshalb akquiriert werden, **um einzelne Vermögensgegenstände** wie Grundstücke oder spezielle Rechte **zu erwerben**.[33] Wird der Substanzwert in diesem Sinne aufgefaßt, so wird die vielfach geäußerte Kritik an dieser Bewertungskonzeption entkräftet.[34] Der Substanzwert im SIEBEN'schen Sinne beeinflußt so den Fortführungswert der Unternehmung und kann für das Investitionskalkül - speziell neuer Investoren - entscheidend sein. Für sie hat der Substanzwert z.B. dann eine Bedeutung, wenn ein Vergleich zwischen einem Neuaufbau und dem Erwerb einer

---

28 Vgl. Sieben, G., (1993), Sp. 4327.

29 Vgl. dazu Moxter, A., (1983) S. 41; Helbling, C., (1995), S. 80; Ballwieser, W., (1993), S. 169 f.

30 Nicht betriebsnotwendiges Vermögen kann zu Veräußerungserlösen bewertet werden. Vgl. dazu auch Ballwieser, (1993), S. 169; Moxter, A., (1983), S. 41.

31 Vgl. Bellinger, B., Vahl, G., (1992), S. 22; ähnlich Moxter, A., (1983), S. 44.

32 Vgl. Sieben, G., (1963), S. 17. Vgl. auch Busse von Colbe, W., (1981), Sp. 598.

33 Vgl. dazu Kapitel 4.1.4 dieser Arbeit.

34 Vgl. beispielhaft Großfeld, B., (1994), S. 91 ff.; Hartmann, B., (1983), S. 229.

bestehenden Unternehmung durchzuführen ist.[35] Hierbei geht die Substanz in die Schätzung der Einzahlungsüberschüsse ein, wodurch auch der Zeitfaktor Berücksichtigung findet. Ein solches Investitionskalkül findet sich typischerweise bei **Sanierungsakquisitionen**.

5.3.1.2 Zerschlagungswertmethode

Der Substanzwert in seiner Ausprägung als (Netto)-Zerschlagungswert ergibt sich durch eine Bewertung der verkehrsfähigen Vermögensgegenstände mit möglichen Verkaufspreisen abzüglich Liquidationskosten und sonstiger Lasten.[36] **Zerschlagung** bedeutet aus Sicht der Eigenkapitalgeber, „daß die Arbeitnehmer entlassen, die einzelnen Vermögensteile abgestoßen und die Schulden (nach Möglichkeit) beglichen werden."[37] Teilweise wird in der Literatur in diesem Zusammenhang auch von „Liquidation" gesprochen. In dieser Arbeit wird der Liquidationsbegriff jedoch weiter gefaßt. Deshalb soll im weiteren Verlauf dieser Arbeit der Liquidationswert im oben genannten Sinne als **Zerschlagungswert** bezeichnet werden. Für bisherige Investoren drückt er aus, wie hoch das Vermögen ist, das sie mindestens dem Sanierungsrisiko aussetzen. Für neue Investoren begrenzt der Zerschlagungswert dagegen das Sanierungsrisiko „nach unten": *„Asset value provide a measure of downside protection in the investment.*"[38]

5.3.2 Discounted Cash-flow-Methode

5.3.2.1 Grundsätzliches

Discounted Cash-flow Methoden können heute als internationale Standardverfahren zur Unternehmungsbewertung angesehen werden und spiegeln die Bemühungen hinsichtlich der Entwicklung einer **strategischen Unternehmungsbewertungsmethodik** wider.[39] Diese konsequent zahlungsorientierte Bewertungsmethode interpretiert den Cash-flow als Zahlungsüberschuß nach Unternehmungssteuern, der den Eigen- und Fremdkapitalgebern zur Verfügung

---

35 Vgl. Helbling, C., (1995), S. 183; Busse von Colbe, W., (1981), Sp. 598.

36 Vgl. Münstermann, H., (1976), Sp. 180; Serfling, K., Pape, U., (1995), S. 816.

37 Moxter, A., (1976), S. 50.

38 Quintero, R. G., Timpson, R. D., (1991), S. 290.

39 Vgl. z.B. Siegert, T., (1993), S. B 18; Richter, F., (1996), S. 1076. DIRRIGL spricht von einem entscheidungsorientierten Unternehmungsbewertungverfahren. Vgl. Dirrigl, H., (1994), S, 409 ff.

steht. Da die Unternehmung als Investitionsprojekt ihrer Eigentümer angesehen wird, müßten die erwarteten Ausschüttungen als zugrunde zu legende Erfolgsgröße dienen. Weil diese jedoch schwer vorherzusagen sind, wird auf die Prognose sog. entziehbarer oder freier Cash-flows zurückgegriffen. Sie stehen für kapitalgeberbezogene (Zins-, Tilgungs-, Dividenden-) Zahlungen zur Verfügung.

Die **unternehmungsspezifischen Kapitalkosten** zur Diskontierung prognostizierter freier Cash-flows werden in der gängigsten Version nach **WACC** (*Weighted-Average Cost of Capital*) als mit der Kapitalstruktur gewichtete Eigen- und Fremdkapitalkosten definiert. Die Summe diskontierter freier Cash-flows wird für einen bestimmten Planungszeitraum ermittelt. Um auf den Unternehmungswert zu gelangen, ist der diskontierte **Restwert** der Unternehmung zu addieren. Bei der Bestimmung des Unternehmungswertes auf der Basis von Einzahlungs- und Auszahlungsgrößen können grundsätzlich zwei verschiedene Wege beschritten werden.[40] **Erstens** kann der Gesamtkapitalwert der Unternehmung **auf der Basis bereinigter Gesamt-Cash-flows** aus güter- und finanzwirtschaftlichen Aktivitäten (aus Finanzanlagen und nicht betriebsnotwendigem Vermögen) ermittelt werden. **Zweitens** kann die Gesamtkapitalwertberechnung über eine **getrennte Berücksichtigung von güter- und finanzwirtschaftlichen Aktivitäten** erfolgen.

Bei der Ermittlung der Cash-flows als Saldo der durch die laufende Geschäftstätigkeit generierten Ein- und Auszahlungen einer Periode sind Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen bzw. Potentialänderungen zu berücksichtigen, da diese die Höhe der weiteren Cash-flows und des Unternehmungsendwertes beeinflussen. Zudem sind die Zahlungsüberschüsse um ergebniswirksame Steuern zu vermindern. Dagegen werden kapitalgeberbezogene Zins- und Dividendenzahlungen sowie Finanzierungs- bzw. Definanzierungsvorgänge nicht in den Zahlungsüberschüssen erfaßt. Die ermittelten **freien Cash-flows** können neben den oben erwähnten kapitalgeberbezogenen Zahlungen auch für Erweiterungs- oder Finanzinvestitionen sowie ggf. für zusätzliche Zahlungen für die Mitarbeiter der Unternehmung eingesetzt werden.[41]

40 Vgl. dazu Hahn, D., (1996), S. 313 ff.

41 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 134.

5.3.2.2 Ermittlung differenzierter Unternehmungskapitalwerte

Da mit Hilfe der Discounted Cash-flow Methode i.d.R. nur die Unternehmung selbst beurteilt werden soll, bezieht sich der zu ermittelnde Unternehmungswert lediglich auf den Wert der laufenden Unternehmungstätigkeit. Deshalb wird nicht betriebsnotwendiges Vermögen bzw. Finanzanlagen teilweise mit potentiellen Veräußerungserlösen bzw. Marktwerten berücksichtigt[42] oder hieraus entstehende Zahlungsüberschüsse als **Non-Operating Cash-flows** gesondert betrachtet. Addiert werden die Zahlungsüberschüsse aus der laufenden güterwirtschaftlichen Unternehmungstätigkeit, die den **Operating Cash-flow** der Unternehmung bilden. Als dritte Wertkomponente ist der **Restwert** der Unternehmung zu schätzen. Dieser setzt sich zusammen aus dem Barwert der Operating Cash-flows nach Ende des Planungszeitraums. Der **Gesamtkapitalwert** der Unternehmung setzt sich demnach aus dem Barwert der Operating Cash-flows im Planungszeitraum, dem Barwert des (Operating) Restwertes sowie dem Marktwert nicht betriebsnotwendigen Vermögens im Bewertungszeitpunkt zusammen.[43]

Die Summe der diskontierten freien Cash-flows repräsentiert den Wert der Unternehmung für Eigen- und Fremdkapitalgeber. Ausgangspunkt des Discounted Cash-flow Ansatzes war jedoch das Bemühen, den (Markt)Wert der Eigenkapitalanteile - den **Shareholder Value** bzw. Eigenkapitalwert - zu bestimmen und Entscheidungen zu dessen Maximierung zu fundieren. Um diesen zu ermitteln, ist vom Gesamtkapitalwert der Unternehmung der Wert des Fremdkapitals abzuziehen. Dieser **Fremdkapitalwert** ergibt sich aus allen Zahlungen, die den Fremdkapitalgebern in der Planungsperiode und danach zufließen.[44]

Ein weiteres Konzept leitet HAHN ab, indem er eine Brücke zwischen Wertgenerierung auf der einen Seite und Wertverwendung auf der anderen Seite schlägt.[45] Er ermittelt einen **residualen Unternehmungskapitalwert**, indem vom Eigenkapitalwert der Wert vertraglich geregelter Ansprüche der Eigenkapitalgeber subtrahiert wird. Ein erwirtschafteter **residualer Unternehmungskapitalwert** steht nach HAHN für die Stärkung der Unternehmung zur Verfügung oder kann an Eigenkapitalgeber oder Mitarbeiter verteilt werden.[46] Entsprechend sind residuale

42 Vgl. Serfling, K., Pape, U., (1996), S. 59.

43 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 316.

44 Vgl. Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., (1994), S. 132.

45 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 318 f.

46 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 319.

Fehlbeträge durch Anspruchsverminderung sowohl von den Eigenkapitalgebern als auch von den Mitarbeitern zu tragen.

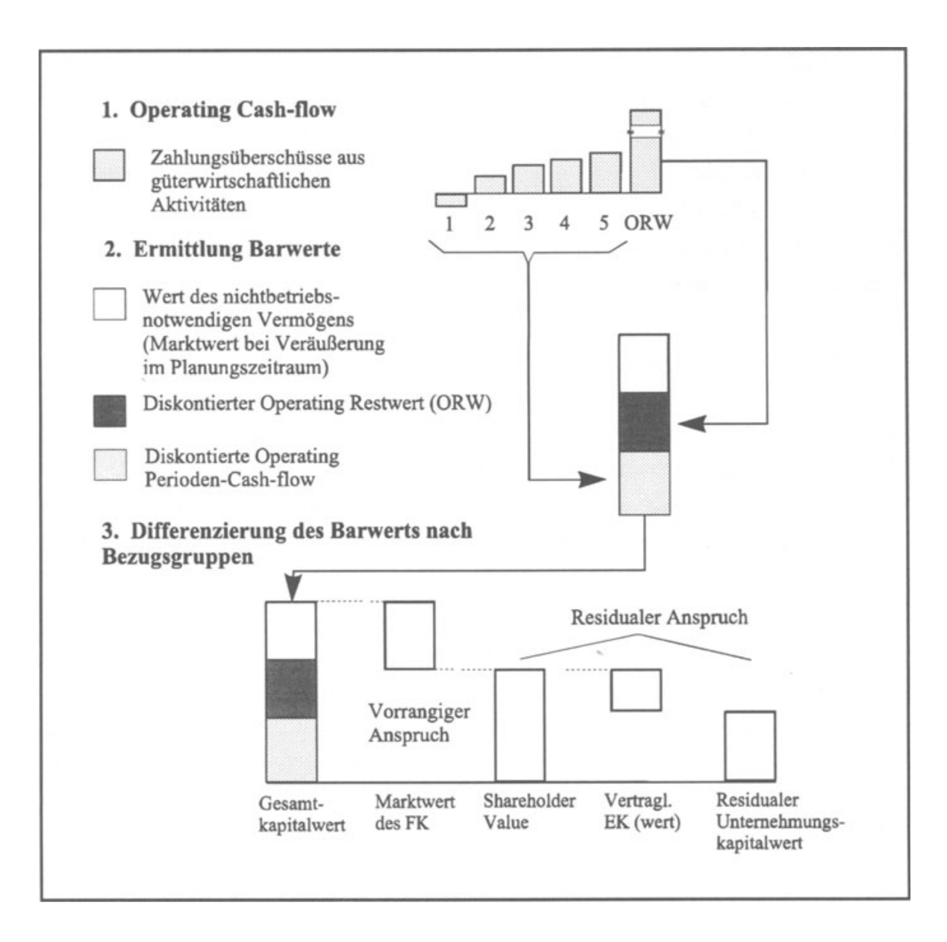


Abbildung 5.4: Ermittlung differenzierter Kapitalwerte der Unternehmung[47]

47 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 318.

5.4 Ermittlung des Unternehmungswertes mit Hilfe der APV-Methode

5.4.1 Grundsätzliches

Discounted Cash-flow Ansätze werden in verschiedenen Formen vorgeschlagen. Der bekannteste dieser Ansätze zur Bewertung von Investitionsprojekten ist der *„Entity Approach“*, auch als „WACC“ (*Weighted-Average Cost of Capital*) bezeichnet. Für diese Arbeit wird jedoch ein anderes Discounted Cash-flow Verfahren als geeigneter angesehen. Es handelt sich dabei um die ***„Adjusted Present Value“*** Methode (APV). Dieses Verfahren erfreut sich in den USA zunehmender Beliebtheit und wird auch in der deutschsprachigen Betriebswirtschaftslehre vermehrt zur Kenntnis genommen.[48]

Die auf die Arbeit von MYERS[49] zurückgehende Methode kommt dem Denken von Praktikern bei der Planung von Investitionsprogrammen entgegen und hängt nicht von den zugrunde liegenden restriktiven Annahmen des WACC-Ansatzes ab. APV ermöglicht es ferner, Projekte **in einzelne Wertkomponenten aufzuspalten**, und gibt so einen Einblick, **auf welche Weise** Wert geschaffen wird. Die Anwendung des APV-Ansatzes ist darüber hinaus einfacher und **für das** hier vorliegenden **Bewertungsobjekt**, die **Unternehmung in einer akuten Krise**, **besser geeignet** als eine Bewertung nach WACC.[50]

Der APV-Ansatz bestimmt den Unternehmungswert **in zwei Schritten**. **Zunächst** werden die Cash-flows bestimmt, die von den Vermögensgegenständen der Unternehmung generiert werden. Die **Finanzierung** dieser Vermögensgegenstände wird dabei **ignoriert**. In einem **zweiten Schritt** wird dann der Wert der **finanzierungsbedingten Cash-flows** bestimmt. Beide Komponenten werden getrennt ermittelt und ergeben in ihrer Summe den Gesamtwert des Investitionsprojektes. Vgl. zur grundlegenden Vorgehensweise des APV-Ansatzes Abbildung 5.5.

---

48 Vgl. z.B. die neueren Arbeiten von Luehrman, T., (1997), S. 132 ff.; Luehrman, T., (1997a), S. 145 ff. sowie in Deutschland Hachmeister, D., (1995), S. 111 ff.; Drukarczyk, J., Richter, F., (1995), S. 559 ff. sowie Richter, F., (1996), S. 1076 ff. Weitere wichtige discounted Cash-flow Verfahren sind insbesondere die Capital Cash-flow (CCF) sowie die Flows to Equity (FTE) Methode.

49 Vgl. Myers, S. C., (1974), S. 1 ff.

50 Vgl. zu dieser Einschätzung auch Fenster, S. R., Gilson, S. C., (1994). APV wird zudem zur Bewertung von LBO- und anderen hochverschuldeten Unternehmungen vorgeschlagen. Vgl. Arzac, E. R., (1996), S. 42 ff.; Iselbag, J., Kaufold, H., (1989), S. 87 ff. Ein ähnliches Verfahren wird von KAPLAN/RUBACK vorgeschlagen und „compressed APV“ genannt. Vgl. Kaplan, S. N., Ruback, R. S., (1995), S. 1062 ff.

Unternehmungswert (APV) = $\sum$ der diskontierten Cash-flows (asset flows) + $\sum$ der diskontierten, finanzierungsbedingten Nebeneffekte

Abbildung 5.5: Vorgehensweise bei der Anwendung der APV-Methode[51]

Beispiele für **Nebeneffekte**, die aus der Unternehmungsfinanzierung resultieren, sind der **Einfluß des Fremdkapitals** auf die Höhe der zu zahlenden Steuern („*tax shield*") und der Wert von **Verlustvorträgen**, die in aller Regel eine große Bedeutung bei der Bewertung akut krisenhafter Unternehmungen haben. Auch weitere Nebeneffekte, wie **staatliche (Zins-)Subventionen**, können hier berücksichtigt werden. Prinzipiell besteht der primäre Unterschied von WACC und APV in der unterschiedlichen Behandlung der Verschuldung der Unternehmung und des daraus resultierenden Zusatzwertes. APV behandelt den *tax shield* des Fremdkapitals und andere finanzierungsbedingte Nebeneffekte als *separate Cash-flows*, die auch getrennt abgezinst und dann zu dem Wert des **fiktiv nur eigenfinanzierten Projektes** addiert werden.[52] Der **Grundvorteil von APV** besteht darin, daß diese Methode auf einige Annahmen nicht angewiesen ist, auf denen WACC basiert.[53] So müssen **erstens** Projekte, die mit WACC bewertet werden, der Unternehmung hinsichtlich Kapitalstruktur und Risiko entsprechen. Zudem eignet sich **zweitens** WACC eher in Situationen, in denen Risiko, Verschuldungsgrad und das angenommene Unternehmungswachstum relativ konstant über eine längere Periode sind. APV vermeidet überdies Fehlermöglichkeiten von WACC, die leicht dadurch entstehen, daß Eigen- und Fremdkapitalkosten als voneinander unabhängig behandelt werden.

Deshalb können akut krisenhafte Unternehmungen mit komplizierten und sich im Zeitablauf stark ändernden Kapitalstrukturen besser mit dem APV-Ansatz bewertet werden.[54] **APV reduziert den Einfluß der Kapitalstruktur auf den Unternehmungswert** in Situationen, in denen sich die Kapitalstruktur stark ändert und schwer zu schätzen ist. Die Methode ver-

---

51 Vgl. Brealey, R. A., Myers, S. C., (1996), S. 528.

52 Im Gegensatz dazu nimmt WACC diese Anpassungen im Diskontierungsfaktor vor und nicht in den Cash-flows.

53 Vgl. dazu auch Luehrman, T., (1994), S. 1 f.

54 Vgl. Fenster, S. R., Gilson, S. C., (1994), S. 1; Kaplan, S. N., Ruback, R. S., (1995), S. 1062; ähnlich auch Drukarczyk, J., Richter, F., (1995), S. 561.

deutlicht zudem explizit den **Einfluß** der Fremdfinanzierung und **von Verlustvorträgen** auf den Unternehmungswert. Dies ist besonders dann hilfreich, falls komplizierte, sich im Zeitablauf stark verändernde und unterschiedlich finanzierte Projekte zu bewerten sind. Zudem vermeidet es der APV-Ansatz, die Kosten des Eigenkapitals zu schätzen, wenn dieses stark durch Fremdkapital „verdünnt" ist. Deshalb müssen die Eigenkapitalkosten mit Hilfe eines „*Asset*" oder „*Unleveraged*" Betas einer fiktiv ausschließlich mit Eigenkapital finanzierten Unternehmung ermittelt werden.[55] In den USA ist es möglich, für eine Bewertung Unternehmungen mit ähnlichen Risikostrukturen zu finden, die *Equity Betas* veröffentlichen, um sie dann in *Asset Betas* umzurechnen.[56] Für eine solche Umrechnung sind auch für Deutschland Konzepte vorhanden.[57]

5.4.2 Ermittlung der Kapitalkosten

Bewerten bedeutet vergleichen. Eine Unternehmungsbewertung vergleicht die Einzahlungsüberschüsse der Unternehmung mit alternativ möglichen Investitionsprojekten. Deshalb wird die Höhe der Kapitalkosten durch die **Opportunitätskosten** bestimmt, die den Kapitalgebern dadurch entstehen, daß sie auf alternative Projekte gleichen Risikos verzichten müssen. Aus diesem Grunde ergeben sich die Kapitalkosten aus den **Mindestrenditeforderungen ihrer Kapitalgeber**.[58] Die **Kapitalkosten** einer Unternehmung - bzw. eines Investitionsprojekts - sind definiert als die mit der Kapitalstruktur gewichtete Summe ihrer **Eigen-** und **Fremdkapitalkosten**. Sie spiegeln das unternehmerische Risiko des Projektes wieder, da eine Cashflow-Prognose im Sinne von Erwartungswerten erfolgt, die nicht um einen Risikoabschlag korrigiert werden.[59] Eine ausführliche Diskussion und theoretische Fundierung der Kapitalkostenermittlung kann hier nicht durchgeführt werden. In dieser Arbeit soll stattdessen auf die umfangreiche Spezialliteratur verwiesen werden.[60]

---

55 Vgl. z.B. Richter, F., (1996), S. 1082.

56 Vgl. Fenster, S. R., Gilson, S. C., (1994), S. 1.

57 Vgl. z.B. Richter, F., (1996), S. 1082.

58 Vgl. Mirow, M., (1994), S. 95; Hahn, D., (1996), S. 14. Zur Informationsfunktion der Kapitalkosten für die Unternehmungsführung vgl. Sautter, M. T., (1989), S. 105.

59 Vgl. Spremann, K., (1992), S. 375.

60 Vgl. zum CAPM grundlegend Sharpe, W. F., (1964), S. 435 ff. Auf die Darstellung der portfoliotheoretischen und mathematischen Grundlagen des CAPM soll hier verzichtet werden. Vgl. z.B. Brigham, E. F., Gapenski, L. C., (1997), S. 348 und zur theoretischen Fundierung S. 143 ff. und S. 191 ff.; Weber, M., Schiereck, D., (1993), S. 131 ff. Vgl. zu den Annahmen, die dem CAPM zugrunde liegen Jensen, M. C., (1972), S. 357 ff.

Während sich der **Zinssatz des Fremdkapitals** direkt aus den **Zinsforderungen** der Fremdkapitalgeber bzw. aus den **Zinszahlungen** zzgl. Nebenkosten ableiten läßt,[61] ist die Bestimmung der geforderten **Eigenkapitalrendite** schwieriger. Da verschiedene Eigenkapitalgeber unterschiedliche Renditeforderungen stellen und bei einer Befragung opportunistisch verzerrte Werte befürchtet werden, muß der Eigenkapitalkostensatz auf anderem Wege ermittelt werden. Der in der Literatur standardmäßig vorgeschlagene Weg ist eine Ermittlung der Eigenkapitalkosten mit Hilfe des CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Dieses Modell definiert die Eigenkapitalkosten als Rendite, die ein Investor auf dem Kapitalmarkt für andere Anlagen derselben Risikoklasse erzielen kann. Das CAPM bestimmt die Eigenkapitalkosten als Summe aus einem **risikolosen Nominalzins**, z.B. näherungsweise dem Zinssatz langfristiger Bundesanleihen, zuzüglich einem *Risk Premium*, das sowohl das allgemeine Unternehmerrisiko als auch das unternehmungsspezifische Risiko abdecken soll. Das *Risk Premium* ergibt sich aus einem **Beta-Koeffizienten** (β) des Wertpapiers, multipliziert mit dem **Marktrisikopremium** auf der Basis der **Wertpapiermarktlinie** (*Security Market Line, SML*).

Beta drückt das **systematische Risiko eines Wertpapiers** aus. Es ist ein Maß für die relative Streuung einer Aktie zu einem Marktdurchschnitt, der per definitionem ein Beta von 1,0 hat.[62] Bei einem Beta von 1,0 verhält sich ein Wertpapier wie der Marktdurchschnitt, wohingegen z.B. ein Beta von 0,5 ausdrückt, daß ein Wertpapier nur halb so volatil ist wie der Markt. Beta bestimmt sich statistisch als Koeffizient der Kovarianz zwischen den Renditen eines Wertpapiers und den Renditen eines Marktportfolios und der Varianz der Renditen dieses Marktportfolios. Beta korrespondiert mit dem Risiko der Eigenkapitalgeber. Es hängt von den Operationen und der Kapitalstruktur der Unternehmung ab und wird auch ***Equity Beta*** genannt.

Die **Wertpapiermarktlinie** wird in einem Risiko-Rendite Diagramm dargestellt. Das Risiko wird auf der Abszisse abgetragen und durch Beta ausgedrückt. Die für ein bestimmtes Risiko des Wertpapiers geforderte Rendite ist auf der Ordinate abgetragen. Da risikolose Wertpapiere ein Beta von null haben, ergibt sich dafür die Rendite für risikolose Investitionsprojekte. Die Differenz zwischen der durchschnittlichen Marktrendite für ein Marktportfolio von Wertpapieren (Beta gleich 1,0) und der Rendite für risikolose Investitionsprojekte (Beta gleich 0)

---

61 Vgl. Spremann, K., (1992), S. 375 f.; Bühner, R., Weinberger, H.-J., (1991), S. 188. Zur Bestimmung der Kosten spezieller Fremdkapitalformen wie insbesondere Pensionsrückstellungen muß auf die vorliegende Spezialliteratur verwiesen werden. Vgl. dazu z.B. Hachmeister, D., (1995), S. 237 ff.

62 Vgl. z.B. Brigham, E. F., Gapenski, L. C., (1997), S. 166.

wird **Marktrisikoprämium** („*market risk premium*“) genannt.[63] Da - so die Grundaussage des CAPM - angenommen wird, daß die erwartete Risikoprämie direkt und proportional von der Höhe Betas (und damit von der relativen Streuung des Wertpapiers zum Marktdurchschnitt) abhängt, ergibt sich eine Gerade, die als **Wertpapiermarktlinie** bezeichnet wird. Demnach ist die erwartete Risikoprämie für eine Aktie mit einem Beta von 1,0 halb so groß wie diejenige für ein Wertpapier mit einem Beta von 2,0.

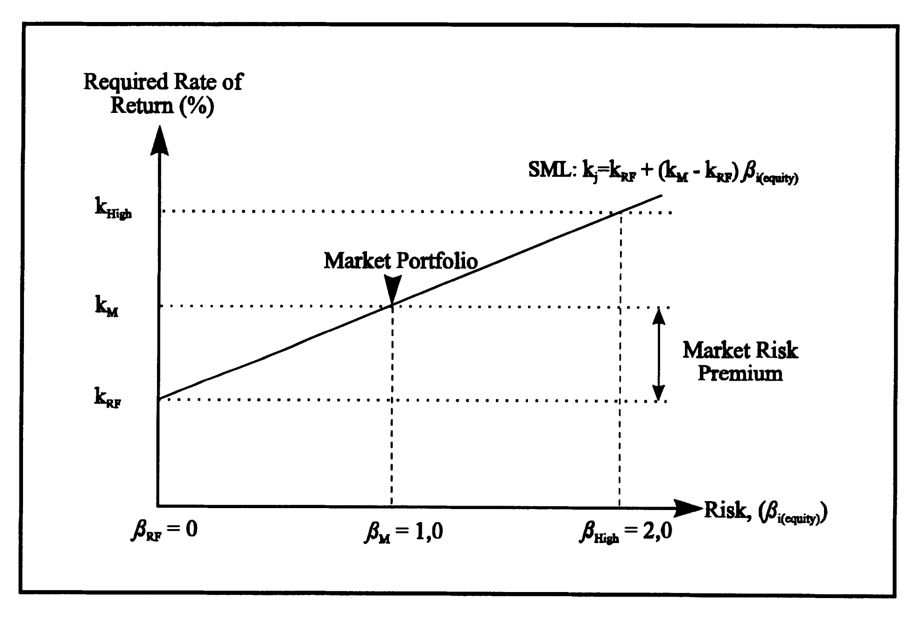


Abbildung 5.6: Security Market Line (SML)[64]

Da k_{RF} und k_M als gegeben angesehen werden, ist die **Renditeerwartung** der Eigenkapitalgeber **ausschließlich von Beta abhängig**. Die Differenz zwischen k_{RF} und k_M wird auch als Marktpreis des Risikos bezeichnet. Das **Risiko des Eigenkapitals** wird durch das **leistungswirtschaftliche Risiko** sowie durch ein **finanzwirtschaftliches Risiko** bestimmt, in dem Maß, in dem die Unternehmung Fremdkapital zur Finanzierung ihrer Investitionsprojekte aufnimmt.[65]

---

63 Vgl. Brealey, R. A., Myers, S. C., (1996), S. 180.

64 Es bedeuten: k_{EK} = erwartete Rendite des Eigenkapitals,
k_{RF} = erwartete Rendite für risikolose Investitionsprojekte,
k_M = durchschnittliche Marktrendite.

65 Vgl. z.B. Brealey, R. A., Myers, S. C., (1996), S. 213.

Die erwartete Rendite des Eigenkapitals (eines Wertpapiers) ergibt sich somit als:[66]

Expected Return = Risk-Free Rate + Business Risk Premium + Financial Risk Premium

Die Kapitalstruktur beeinflußt die Höhe des Risikos des Eigenkapitals und demzufolge auch die Höhe von Beta, das ein Maß für dieses Risiko ist. Hat eine Unternehmung kein Fremdkapital, so wird die Risikoprämie des Eigenkapitals nur durch ihre realwirtschaftlichen Aktivitäten bzw. dem *„Business Risk Premium"* bestimmt. Für nicht verschuldete Unternehmungen ergibt sich ein sog. *„Asset Beta"*. Dies ist das Beta, das sich ergäbe, wenn die Unternehmung ohne Fremdkapital finanziert wäre. Die Existenz von Fremdkapital führt jedoch zum Vorhandensein weiterer Risiken.[67] Das systematische Risiko der realwirtschaftlichen Aktivitäten einer Unternehmung wird durch ihre Verschuldung verstärkt. Das Beta einer verschuldeten Unternehmung reflektiert somit sowohl ihr leistungswirtschaftliches als auch das finanzielle Risiko, das vom Eigenkapital getragen wird. Dagegen stellt ein *Asset Beta* nur ein **Maß für das leistungswirtschaftliche Risiko** einer Unternehmung dar. Für unverschuldete Unternehmungen sind beide Beta-Faktoren identisch.

Da mit Hilfe des APV-Ansatzes in einem ersten Schritt die freien Cash-flows einer fiktiv unverschuldeten Unternehmung diskontiert werden, müssen zur Berechnung der Eigenkapitalkosten *Asset Betas* bestimmt werden. Die Kapitalkosten zur Diskontierung eines **ausschließlich mit Eigenkapital** finanzierten Projektes ergeben sich durch Einsetzen von β_{Asset} in die *Security Marlet Line* als:

$$k_{EK} = k_{RF} + \beta_{Asset} (k_M - k_{RF})$$

Die am Kapitalmarkt zu ermittelnden *Equity Betas* sind demzufolge umzurechnen. Ein *Asset Beta*, auch *„Unlevered Beta"* genannt, errechnet sich als gewichtete Summe der Betawerte von Eigenkapital (EK) und Fremdkapital (FK).[68]

66 Vgl. grundlegend Hamada, R. S., (1969), S. 13 ff.

67 Vgl. zu diesen Risiken z.B. Harvard Business School, (1993), S. 1.

68 Vgl. Ruback, R. S., (1995), S. 4; Brealey, R. A., Myers, S. C., (1996), S. 215.

$$\beta_{Asset} = \beta_{FK}\,(FK/GK) + \beta_{EK}\,(EK/GK)$$

Die Differenz zwischen *Asset* und *Equity Beta* ist ein **Maß für das finanzielle Risiko der Unternehmung**. Wird vereinfachend angenommen, daß $\beta_{FK} = 0$ ist, so gilt:[69]

$$\beta_{Asset} = \beta_{EK}\,(EK/GK)$$

Mit Hilfe des CAPM kann die erwartete Rendite des Eigenkapitals auch direkt in ihre Komponenten aufgespalten werden. Für eine zum Teil mit Fremdkapital finanzierte Unternehmung ist sie definiert als Summe von *Risk free rate* (k_{RF}), ***Business risk premium*** $(k_M - k_{RF})\,\beta_{Asset}$ und ***Financial risk premium*** $(k_M - k_{RF})\,\beta_{Asset}\,(FK/EK)$.[70] Daraus ergibt sich wiederum die Auswirkung der Fremdfinanzierung auf die Höhe von Beta. Da die Wertpapiermarktlinie die erwartete Rendite des Eigenkapitals ausdrückt, gilt unter der Annahme von $\beta_{FK} = 0$:

$$k_{RF} + (k_M - k_{RF})\,\beta_{EK} =$$

Risk-Free Rate + *Business Risk Premium* + *Financial Risk Premium* =

▼ ▼ ▼

$$k_{RF} + (k_M - k_{RF})\,\beta_{Asset} + (k_M - k_{RF})\,(\beta_{Eqity} - \beta_{Asset}),$$ oder

$$k_{RF} + (k_M - k_{RF})\,\beta_{Asset} + (k_M - k_{RF})\,\beta_{Asset}\,(FK/EK).$$

Aufgelöst nach β_{Asset} folgt:

$$\beta_{Asset} = \frac{\beta_{EK}}{1 + (FK/EK)}$$

69 Vgl. Brealey, R. A., Myers, S. C., (1996), S. 215. Diese Annahme ist für akut krisenhafte Unternehmungen jedoch kritisch, da das Fremdkapital (fast) demselben Risiko wie das Eigenkapital ausgesetzt ist. Eine alternative Vorgehensweise kann dain bestehen, einen Betafaktor für das Fremdkapital zu schätzen.

70 Vgl. grundlegend Hamada, R. S., (1969), S. 13 ff. sowie Brigham, E., Gapenski, L. C., (1997), S. 629 ff.

In der Praxis berechnen (Investment)Banken für eine Vielzahl börsennotierter Unternehmungen *Equity Betas*, und es sollte im Interesse einer jeden börsennotierten Unternehmung sein, ihren Beta-Wert zu kennen.[71] Zudem existieren auch für nicht-börsennotierte Unternehmungen Vorschläge, wie Beta-Faktoren ermittelt werden können. Prinzipiell werden hier **Analogie-** und **Analyseansätze** unterschieden.

Bei ersteren wird vorgeschlagen, einen **Branchenvergleich** durchzuführen und Industrie-Betas als Näherungswerte zugrunde zu legen.[72] Dieses Verfahren bietet sich bei akut krisenhaften Unternehmungen jedoch nur dann an, falls die ganze Branche oder große Teile als krisenhaft angesehen werden. Oftmals besser ist die Möglichkeit der Auswahl einer börsennotierten Vergleichsunternehmung (***Pure Play Beta***), deren Vermögensgegenstände einem ähnlichen Risiko ausgesetzt sind.[73] Wird von diesem ein *Equity Beta* veröffentlicht, so ist dieses, ggf. nach einer Anpassung, in ein *Asset Beta* umzurechnen. Die Auswahl ist im Vergleich zu den USA in Deutschland jedoch deutlich eingeschränkt. Daneben wird **in der Praxis** häufig so vorgegangen, einige Referenzunternehmungen auszuwählen, um über das arithmetische Mittel ihrer Betas zu einem „robusteren" Beta-Schätzwert zu gelangen (***Peer Group Beta***).

Durch **Analyseverfahren** sollen die wesentlichen Bestimmungsfaktoren für die Höhe des im Beta einer Unternehmung reflektierten Geschäftsrisikos bestimmt werden, um so den Betafaktor abzuleiten. Dazu werden Kennzahlen ermittelt, die zwischen den Daten des Rechnungswesens und dem Marktrisiko eine empirisch belegbare Beziehung herstellen sollen. Das bekannteste Verfahren ermittelt Buchwertbetas (***„Beta Books"***). Sie werden aus einer Regression buchhalterischer Größen, in der Regel Erfolgsgrößen, ermittelt. Den Unternehmungsdaten werden als abhängige Variable für die Durchführung einer Regression durchschnittliche Daten des Marktportfolios entgegengestellt.[74]

---

71 Vgl. die Veröffentlichungen von Betafaktoren im Handelsblatt und der Börsen-Zeitung. Vgl. auch Arbeitskreis Finanzierung, (1996), S. 547 ff.

72 Vgl. als Beispiel Arbeitskreis Finanzierung, (1996), S. 553.

73 Vgl. Fenster, S. R., Gilson, S. C., (1994), S. 2.

74 Eine Zusammenfassung empirischer Untersuchungen zur Korrelation von „Beta Books" und Marktbetas liefert HACHMEISTER. Vgl. Hachmeister, D., (1995), S. 202 ff.

5.4.3 Ermittlung der freien Cash-flows

Zur Ermittlung des Unternehmungswertes mit der APV-Methode sind zunächst die freien Cash-flows einer **ausschließlich mit Eigenkapital finanzierten Unternehmung** zu bestimmen.[75] Bei der Cash-flow Ermittlung werden demnach - ebenso wie bei WACC - keine Zinsauszahlungen abgezogen. Zur Ermittlung der **freien Cash-flows**, die auch als „*Asset flows*" bezeichnet werden, können zwei Vorgehensweisen eingeschlagen werden: **Erstens** können die Cash-flows **direkt abgeleitet** werden und ergeben sich aus den jeweiligen leistungswirtschaftlichen strategischen und operativen Planungen sowie der gesamtunternehmungsbezogenen Ergebnis- und Finanzplanung. Ausgehend von den laufenden Umsatzeinzahlungen und sonstigen laufenden betrieblichen und nichtbetrieblichen Einzahlungen werden geplante betriebliche und nichtbetriebliche Auszahlungen sowie Steuerauszahlungen abgezogen, um zum **Brutto Cash-flow** zu gelangen. Die (fiktiven) **Steuerzahlungen werden ohne die Berücksichtigung der Effekte von Verlustvorträgen und *tax shields* ermittelt**, da deren Einfluß in einem zweiten Schritt erfaßt wird.[76] Werden die Nettoinvestitionen auf das *Working capital* sowie auf das Anlagevermögen vom Brutto Cash-flow subtrahiert, erhält man den **freien Cash-flow**. Hierbei empfiehlt es sich, diejenigen Einzahlungen, die auf Desinvestitionen beruhen, gesondert auszuweisen. Folgende Übersicht zeigt grundlegend das Vorgehen zur Ermittlung der freien Cash-flows:[77]

	Umsatzeinzahlungen
+	sonstige betrieblichen Einzahlungen
+	nichtbetriebliche laufende Einzahlungen
./.	betriebliche laufende Auszahlungen (Personal, Material, etc.)
./.	nichtbetriebliche laufende Auszahlungen
./.	Steuerauszahlungen
=	**Brutto Cash-flow**
./.	Nettoinvestitionen in das Anlagevermögen
./.	Nettoinvestitionen in das Working Capital
=	**freier Cash-flow**

75 Vgl. Fenster, S. R., Gilson, S. C., (1994), S. 2.

76 Vgl. Fenster, S. R., Gilson, S. C., (1994), S. 2.

77 Vgl. zu direkten Ableitung des freien Cash-flows auch Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., (1994), S. 170; Hahn, D., (1996), S. 533 i.V.m. 312 ff.

Die Cash-flow-Prognose erfolgt möglichst auf der Basis von Finanzplanzahlen, d.h. sie ergibt sich direkt als Saldo von Einzahlungs- und Auszahlungsgrößen. Diese **direkte Bestimmung** der freien Cash-flows bietet sich speziell für den internen Bewerter an, setzt jedoch ein aussagekräftiges Unternehmungsplanungssystem voraus.

Die **zweite Möglichkeit** besteht in der **indirekten Ableitung** des freien Cash-flows auf der Basis von Plan- Gewinn- und Verlustrechnungen und Planbilanzen.[78] Die Prognose künftiger freier Cash-flows geht dabei vom geplanten Jahresüberschuß/Jahresfehlbetrag aus. Der freie Cash-flow wird dann durch die Addition aller nicht auszahlungswirksamen Aufwendungen und Subtraktion aller nicht einzahlungswirksamen Erträge ermittelt. Zudem sind Fremdkapitalzinszahlungen durch Addition sowie die Netto-Investitionen durch Subtraktion zu berücksichtigen. Bei **indirekter Ableitung** gilt:[79]

Nr.		Position
1.		**Jahresüberschuß** (vor Steuer- und Dividendenzahlungen)
2.	+	Abschreibungen
3.	+	Zinsaufwand
4.	+	Zunahme der passiven Rechnungsabgrenzungsposten
5.	./.	Zunahme der aktiven Rechnungsabgrenzungsposten
6.	+	Zunahme des Sonderpostens mit Rücklageanteil
7.	./.	Zunahme der Vorräte an Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen
8.	./.	Zunahme der eigenen Anzahlungen
9.	./.	Bestandserhöhungen an fertigen und unfertigen Erzeugnissen
10.	+	Zunahme der Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung
11.	+	Zunahme der Pensionsrückstellungen
12.	./.	Zunahme der Forderungen aus Lieferung und Leistung
13.	+	Zunahme der Kundenanzahlungen
14.	+	Zunahme der sonstigen Verbindlichkeiten
15.	+	Zunahme der sonstigen Rückstellungen
16.	./.	Zunahme sonstiger Forderungen und Vermögensgegenstände
17.	./.	Zunahme der Wertpapiere des Umlaufvermögens
18.	./.	Zunahme des Anlagevermögens
19.	./.	Steueraufwand (ohne Berücksichtigung von Verlustvorträgen)
		./. Zunahme der Steuerrückstellungen und sonstigen Verbindlichkeiten aus Steuern
		+ Zunahme der aktiven latenten Steuern
20.	=	**freier Cash-flow**

78 Vgl. Hahn, D., (1996), S. 312.

79 Vgl. Hachmeister, D., (1995), S. 70. Neben der dargestellten **retrograden** Ermittlung ist auch eine **progressive** Ableitung des freien Cash-flows möglich. Dabei wird von den geplanten Umsatzerlösen ausgegangen und die einzelnen Posten der Gewinn- und Verlustrechnung auf ihre Zahlungswirksamkeit untersucht.

Die indirekte Ableitung der zukünftigen Cash-flows hat den Vorteil, daß sie **erstens** für externe Bewerter möglich ist und **zweitens** aufgrund eher vorhandenen Zahlenmaterials **Benchmarking-Studien vereinfacht**. Zudem bietet sie sich für mehrperiodige, weiter in der Zukunft liegende Planungen an.[80] Zur Analyse des nach APV ermittelten Unternehmungswertes kann eine weitere Cash-flow-Spaltung vorgenommen werden.

5.4.4 Ermittlung der finanzierungsbedingten Nebeneffekte und des Endwertes der Unternehmung

Zu den freien Cash-flows muß der Wert der finanzierungsbedingten Nebeneffekte addiert werden. Dies sind in erster Linie der Wert des Fremdkapitals durch die Erhöhung der *total flows* für die Kapitalgeber der Unternehmung (*tax shield*) sowie der **Wert von Verlustvorträgen**.

Der **Wert der Fremdfinanzierung** für ein Jahr wird dadurch ermittelt, indem man den Ertragsteuersatz mit den Zinsaufwendungen multipliziert. Für ein mehrperiodiges Projekt wird von einer Anfangsverschuldung ausgegangen. Danach wird die kontinuierliche Rückführung des Fremdkapitalanteils und die daraus resultierenden Zinszahlungen prognostiziert. Hierzu kann auf die ermittelten freien Cash-flows zurückgegriffen werden, wobei Zinszahlungen abgezogen werden müssen. Zur Diskontierung des Wertes des *tax shields* wird i.d.R. ein niedrigerer Zinssatz gewählt als die erwartete Eigenkapitalverzinsung.[81] Eine übliche Konvention besteht darin, die Verzinsung des Fremdkapitals vor Steuern zur Diskontierung zu nutzen.[82] Einen Ansatz für eine theoretisch genaue Ableitung des Diskontierungsfaktors zur Abzinsung des *tax shields* gibt es jedoch nicht. Falls das Fremdkapital nicht vollständig zurückgeführt werden soll, ist ein **Endwert der *tax shields*** zu addieren.

Verlustvorträge stellen bei der Bewertung akut krisenhafter Unternehmungen vielfach einen **substantiellen Teil des Unternehmungswertes** dar. Es ist deswegen sinnvoll, ihren Wert getrennt zu ermitteln. Verlustvorträge ersparen Steuerzahlungen in Höhe des Verlustvortrages multipliziert mit dem relevanten Ertragssteuersatz. Die gesparten Ertragsteuern auf den geplanten Jahresüberschuß vor Steuern ohne die Berücksichtigung von Verlustvorträgen sind als

80 Vgl. auch Hachmeister, D., (1995), S. 71.

81 Vgl. Fenster, S. R., Gilson, S. C., (1994), S. 4.

82 Vgl. beispielhaft Brigham, E., Gapenski, L. C., (1996), S. 280 f.; Van Horne, J. C., Wachowicz, J. M., (1995), S. 421 f.

eine weitere Zahlungsreihe aufzufassen, die solange zu berücksichtigen ist, bis der Verlustvortrag der Unternehmung getilgt ist. Diese „zusätzliche" Zahlungsreihe kann ebenso wie der Wert der *tax shields* mit einem Zinssatz diskontiert werden, der auf der Vorsteuerverzinsung des Fremdkapitals beruht. Um zum **Gesamtunternehmungswert** zu gelangen, sind nun die berechneten Komponenten *Asset flows*, Wert der *tax shields* und der Verlustvorträge zu addieren (vgl. dazu auch Abbildung Nr. 5.7).

Der **Endwert** der Unternehmung berechnet sich als Summe der Barwerte der freien Cash-flows, die nach Ende des Planungszeitraums erwirtschaftet werden.[83] Auf welcher Basis der Endwert der Unternehmung geschätzt wird, hängt zunächst von den strategischen Zielen der Investoren ab. Wird ein langfristiges Engagement angestrebt, so kann der Endwert der Unternehmung auf der Basis einer ewigen Rente, z.B. unter Berücksichtigung einer Wachstumsrate (g), ermittelt werden.[84]

$$RW_T = FCF_{T+1} / (k_{EK} - g)$$

Ist nach der Sanierung die Veräußerung der Unternehmung geplant, so sind Annahmen über den möglichen Veräußerungserlös zu bilden. Hier bieten sich Praktikermethoden an, die Vergleichswerte auf der Basis von (Cash-flow) **Multiplikatoren** generieren. Das Problem liegt jedoch in der Beschaffung relevanter Daten von Unternehmungen, die für einen Vergleich geeignet sind. Zudem orientiert sich ein solcher Vergleich immer am gegenwärtigen (Veräußerungs)Wert dieser Vergleichsobjekte.[85] Vgl. zusammenfassend zur Bestimmung des Fortführungswertes mit Hilfe von APV Abbildung 5.7.

---

83 Vgl. Bühner, R., Weinberger, H.-J., (1991), S. 192.

84 Es bedeuten: RWT = Restwert der Unternehmung zum Zeitpunkt T,
FCFT = freier Cash-flow.

85 Vergleichsorientierte Bewertungsverfahren haben in der Praxis eine große Bedeutung, werden in der Literatur jedoch teilweise scharf kritisiert. Vgl. zur Kritik an markt- bzw. vergleichsorientierten Bewertungsverfahren z.B. Meyersiek, D., (1991), S. 233.

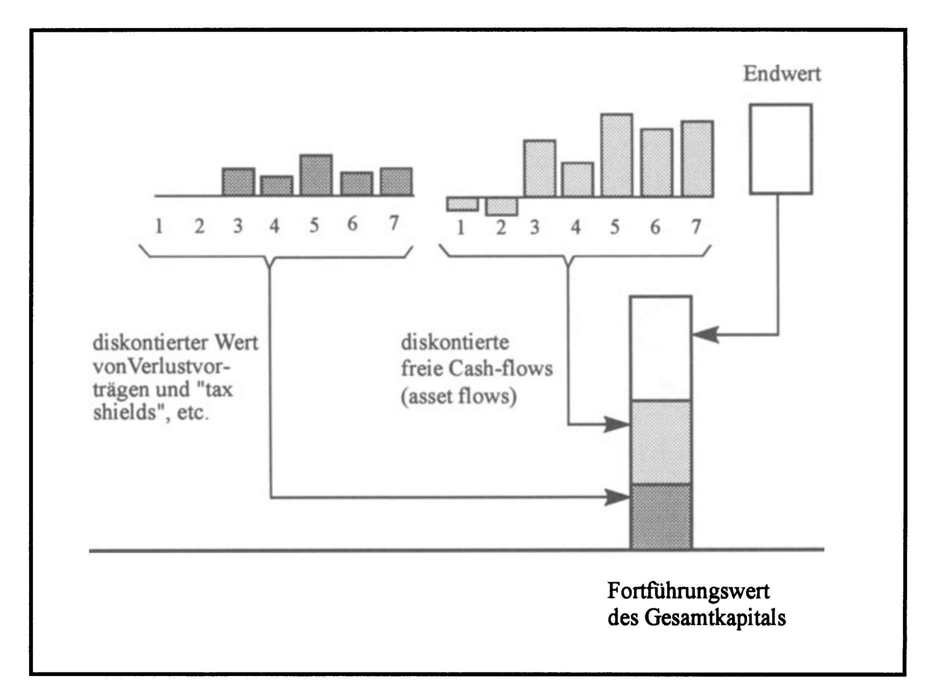


Abbildung 5.7: Ermittlung des Fortführungswertes mit Hilfe von APV

5.5 Liquidationswert der Krisenunternehmung

5.5.1 Grundsätzliches

Zentraler Teil eines jeden Sanierungsplans ist die Unternehmungsbewertung. Diese sollte sowohl unter der **Prämisse der Fortführung** als auch unter der **Liquidationsannahme** erfolgen. Eine Bestimmung des Liquidationswertes der Unternehmung ist somit grundlegender Bestandteil eines Sanierungsplans. Dabei ist zunächst unerheblich, ob es sich um einen Sanierungsplan außerhalb oder im Rahmen des Insolvenzrechts handelt.[86] Grundsätzlich sollen hier zwei Liquidationsalternativen unterschieden werden. Dies ist die **Zerschlagung** der Unternehmung und ihre **Veräußerung als Ganzes**.

86 Vgl. z.B. Uhlenbruck, W., (1996), S. 226.

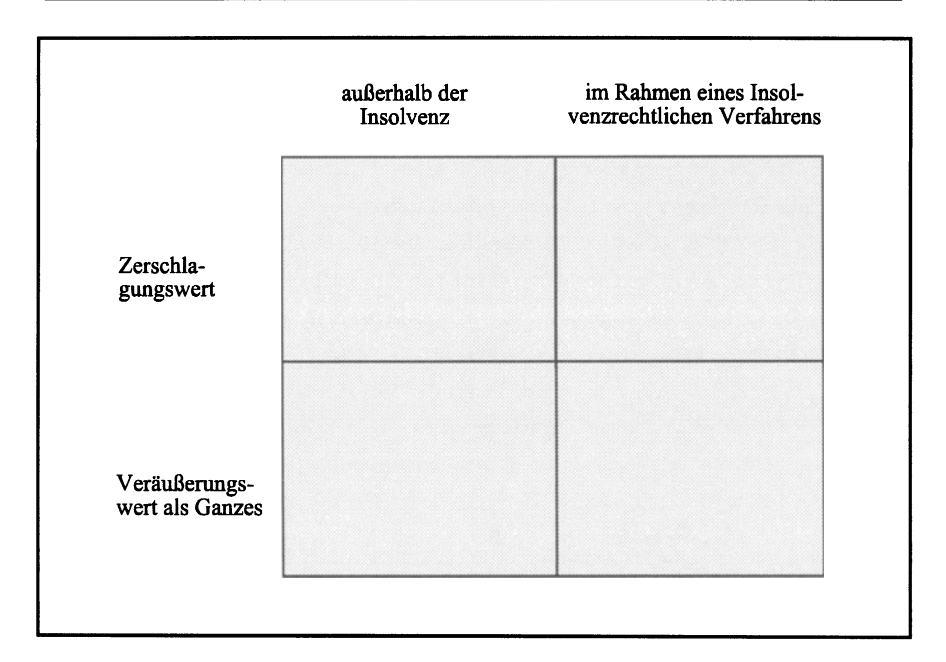


Abbildung 5.8: Liquidationswerte der Unternehmung

Eine **außergerichtliche Zerschlagung** bedeutet, „daß die Arbeitnehmer entlassen, die einzelnen Vermögensteile abgestoßen und die Schulden (nach Möglichkeit) beglichen werden."[87] Soll eine Zerschlagung der Unternehmung im **Rahmen eines gerichtlichen Insolvenzverfahrens** herbeigeführt werden, so wird eine Verwertung des schuldnerischen Vermögens und eine Verteilung auf die Gläubiger vorgenommen.

Eine **Veräußerung der Unternehmung** als Ganzes kann von den Eigentümern angestrebt werden, um ein Insolvenzverfahren zu vermeiden und ihr investiertes Kapital (teilweise) zu realisieren. Im Rahmen eines Insolvenzverfahrens wird durch eine Veräußerung der Unternehmung als Ganzes dagegen eine höhere Gläubigerbefriedigung angestrebt, indem die Herauslösung einzelner Potentiale aus dem Betriebsmittelverbund vermieden wird. Die Veräußerung im Rahmen eines gerichtlichen Insolvenzverfahrens basiert dabei auf der Erstellung eines sogenannten **Übertragungsplans**.

87 Moxter, A., (1976), S. 50; vgl. entsprechend Hellge, G., (1982), S. 17.

5.5.2 Veräußerungswert der Krisenunternehmung

5.5.2.1 Grundsätzliches

Als eine grundsätzliche Entscheidungsalternative zu einer Unternehmungsfortführung können die bisherigen Eigenkapitalgeber **außerhalb eines Insolvenzverfahrens** anstreben, die Unternehmung als Ganzes zu veräußern. Theoretisch ermitteln sie hierfür, unter Berücksichtigung ihrer Entscheidungsalternativen und ihrer persönlichen Ziele, einen minimal zu erzielenden Verkaufserlös. Dieser **Entscheidungswert** stellt den mindestens zu erzielenden und ggf. negativen Verkaufspreis dar, um aus Sicht des Veräußerers für eine Gleichstellung der Handlungsalternative „Veräußerung und Reinvestition des Verkaufserlöses in eine Alternativanlage" mit der zweitbesten Alternative (Sanierung, Zerschlagung) zu sorgen.[88] **Im Rahmen eines Insolvenzverfahrens** soll durch eine Veräußerung der Unternehmung dagegen eine höchstmögliche Abfindung der Gläubiger erzielt werden. Um dies sicherzustellen, kann die Unternehmung als Ganzes durch den Insolvenzverwalter veräußert werden. In diesem Fall spricht man von einer „**übertragenden Sanierung**", die der Zustimmung des Gläubigerausschusses bedarf (§ 160 Abs. 1 Nr. 2 InsO). Eine übertragende Sanierung ist **in der Praxis** häufig nur dann realisierbar, falls eine Personalanpassung durchgeführt werden kann. Die neue Insolvenzordnung erleichtert dies zwar durch einige Neuregelungen, greift in die Rechte der Arbeitnehmer jedoch grundsätzlich nicht ein. So bleiben neben dem Kündigungsschutzgesetz insbesondere die Bestimmungen nach § 613 a BGB bestehen, wonach die Arbeitsverhältnisse auf den Erwerber auch in der Insolvenz übergehen.

Oftmals wird **in der Praxis** ein potentieller Verkaufspreis auf der Basis von Multiplikatoren geschätzt. Dennoch ist die Taxierung eines möglichen Verkaufserlöses schwierig. Es lassen sich jedoch einige grundlegende Aussagen zu dessen Höhe ableiten. Dabei soll sich auf die Betrachtung einer Veräußerung außerhalb der Insolvenz konzentriert werden.

5.5.2.2 Einflußgrößen auf den Veräußerungswert

Neben der Abgrenzung des Verkaufspaketes und den Veräußerungsmodalitäten[89] werden die Veräußerungsmöglichkeiten und der Veräußerungspreis einer akut krisenhaften Unternehmung

---

88 Vgl. grundlegend Matschke, M. J., (1969), S. 59.

89 Vgl. Brüggerhoff, J., (1992), S. 171 ff.

speziell durch die **Verhandlungsposition des Verkäufers** und durch **Informationsasymmetrien auf Seiten des Käufers** beeinflußt.

(1) Verhandlungsposition des Verkäufers

Die Veräußerung einer akut krisenhaften Unternehmung erfolgt i.d.R. in einer **Notlage**. Es muß meist **unter erheblichem Zeitdruck ein Käufer gefunden** werden, da andernfalls eine weitere Verschärfung der Krise und ggf. die Insolvenz der Unternehmung eintreten würde. Je weiter eine Unternehmungskrise fortgeschritten ist, desto schwieriger läßt sich **in der Praxis** jedoch überhaupt ein interessierter Käufer ausfindig machen.[90] Besonders in kleineren und mittelständisch geprägten Branchen besteht oftmals kein Interesse am Erwerb einer akut krisenhaften Unternehmung. Falls ein potentieller Erwerber gefunden werden kann, führen Veräußerungsbemühungen oftmals nicht zum Erfolg, da die Interessen des Verkäufers aufgrund der bestehenden Defensivposition nur unzureichend durchgesetzt werden können.[91] Besteht die Möglichkeit für eine Sanierung aus eigener Kraft nicht mehr, kann kaum ein Veräußerungswert in der Nähe des auf der Basis des Sanierungsplans ermittelten Fortführungswertes erzielt werden. Es ist eine übliche Strategie potentieller Käufer, solange mit der Unterbreitung eines Angebotes zu warten, bis die Unternehmung kurz vor der Insolvenz steht, um auf diese Weise den Kaufpreis weiter zu drücken. Aus diesem Grunde lassen sich **in der Praxis** häufig nur **Substanzwerte** erlösen.

Vor allem in kleinen Branchen und bei wenigen potentiellen Käufern besteht zudem die Gefahr, daß sich die wenigen Interessenten in ihren Zielen abstimmen. Sie können z.B. solange warten, bis die Unternehmung insolvent geworden ist. Danach werden einzelne Unternehmungsteile oder Potentiale aus der Insolvenz erworben. Oftmals besteht darüber hinaus das Problem, daß sich Unternehmungseigentümer mit **Interessenten** konfrontiert sehen, die sich **auf Krisenakquisitionen spezialisiert** haben und aus ihrer Erfahrung Vorteile zu gewinnen suchen. Handelt es sich bei dem **Verkäufer um einen Konzern**, der die Desinvestition einer krisenhaften Tochterunternehmung anstrebt, so wirkt es sich typischerweise negativ auf den Verkaufspreis aus, wenn die Krise geheim bleiben soll oder vom Käufer soziale Garantien verlangt werden.

---

90 Vgl. Blumentritt, J., (1993), S. 197; Bruppacher, P. R., (1990), S. 280 sowie das Beispiel bei Dohm, L, (1989), S. 102.

91 Vgl. Bruppacher, P. R., (1990), S. 270 f.

(2) Informationsasymmetrien aus Käufersicht

Für potentielle Käufer besteht bei **Unternehmungsakquisitionen** ein generelles **Informations- und Planungsproblem** aufgrund der **begrenzten Datenbasis**, die ihnen für eine Ermittlung des Unternehmungswertes zur Verfügung steht.[92] Da Jahresabschlußinformationen oftmals nicht greifbar und zudem für eine Unternehmungsbewertung kaum als geeignet anzusehen sind, werden **in der Praxis** häufig Vorverträge zwischen dem Verkäufer und potentiellen Käufer geschlossen, in denen letzterer seine Verkaufsabsicht erklärt und die vertrauliche Behandlung gelieferter Daten garantiert („Vertraulichkeitserklärung" und später im Verhandlungsprozeß sog. *„Letter of Intent"*).

Dennoch sind **Informationsvorteile** zugunsten des Verkäufers schwer zu beseitigen,[93] da **Unsicherheiten** hinsichtlich Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen bleiben. Dieses Problem hat im Falle einer Sanierungsakquisition aufgrund sehr hoher Risiken,[94] einer allgemein unübersichtlichen Situation und des in vielen Fällen bestehenden Zeitdrucks eine besondere Bedeutung. Zwar können Wirtschaftsprüfer, spezialisierte Unternehmungsberater oder Investmentbanken für eine Verminderung dieser Informationsrisiken sorgen, sie jedoch nur teilweise beseitigen. Zudem ist eine **Beseitigung von Informationsasymmetrien**, z.B. in Form einer *Due dilligence*, mit **hohen Kosten** verbunden.[95] Während die Bilanzpolitik in der Regel nachvollzogen werden kann, lassen sich die beschönigende Darstellungen von Geschäftschancen und Sanierungsmöglichkeiten oft nur sehr schwer einordnen.

Auf der anderen Seite dürfte es sich dennoch positiv auswirken, falls ein **überzeugender** und nachvollziehbarer **Sanierungsplan bereits erarbeitet** sowie zugrundeliegende Annahmen dokumentiert wurden. Ferner ist es für den Verkäufer von Vorteil, wenn erste Sanierungserfolge bereits nachgewiesen werden können.[96] **Dennoch** bleibt für einen externen Investor z.B.

---

92 Vgl. Ballwieser, W., (1990), S. 70 ff.

93 Vgl. dazu z.B. Moser, A. C., (1991), S. 9 ff.; Schmidt, R. H., (1984), S. 722. Dieses Informationsproblem tritt im Rahmen eines Sanierungs-MBO nicht auf, sondern es besteht im Gegenteil aus der Sicht des Verkäufers, falls dieser nicht Teil der Unternehmungsführung ist. Vgl. dazu Niemann, C., (1995), S. 4.

94 Vgl. dazu Kapitel 2.3.4 dieser Arbeit. So wurde die Tatsache, daß von der Treuhandanstalt als sanierungswürdig eingestufte Unternehmungen keinen Käufer fanden damit begründet, daß die Treuhandanstalt gegenüber potentiellen Investoren einen Informationsvorsprung hätte. Vgl. Härtel, H. H. et al., (1992), S. 18.

95 Vgl. z.B. Funk, J., (1995), S. 501 ff.

96 Vgl. Schaaf, W. A., (1990), S. 454.

schwer abschätzbar, inwieweit Mitarbeiter aufgrund ihrer fachlichen Qualifikation in der Lage sind, der Unternehmungssanierung positive Impulse zu verleihen, oder ob wichtige Mitarbeiter ein Verlassen der Unternehmung planen.[97] **Grundsätzlich** läßt sich zusammenfassend demnach vermuten, daß eine Veräußerung regelmäßig mit großen Schwierigkeiten verbunden sein wird und in der Regel lediglich ein äußerst niedriger Verkaufserlös erzielt werden kann.[98]

5.5.3 Zerschlagungswert der Krisenunternehmung

5.5.3.1 Grundsätzliches

Der höchste Liquidationswert der Unternehmung kann, vor allem in frühen Phasen einer Unternehmungskrise, ihr Zerschlagungswert sein. In diesem Fall ist es ggf. sinnvoll, einen geordneten Rückzug einzuleiten, um auf diese Weise zu vermeiden, daß „gutes Geld schlechtem hinterhergeworfen wird." Im Rahmen eines Insolvenzverfahrens kann eine sofortige Zerschlagung oder eine Zerschlagung auf der Basis eines **Liquidationsplans** erfolgen. Das Ziel beider Handlungsalternativen besteht in einer maximalen Gläubigerbefriedigung. Durch die Aufstellung eines Liquidationsplans werden höhere Befriedigungsquoten als im bisherigen Konkursrecht angestrebt.

Im folgenden sollen generelle Überlegungen zum Zerschlagungswert einer Unternehmung außerhalb und im Rahmen eines gerichtlichen Insolvenzverfahrens dargestellt werden. Dabei wird von einer **Auflösung** bzw. **Stillegung** der Unternehmung und einer Veräußerung einzelner Vermögensgegenstände bzw. -gesamtheiten ausgegangen.[99] Das bedeutet, daß die laufenden Geschäfte der Unternehmung beendet und die Gläubiger befriedigt werden. Mögliche Überschüsse sind an die Unternehmungseigentümer auszuzahlen, was jedoch nur außerhalb der Insolvenz realistisch ist.[100]

---

97 Vgl. Schröder, J., (1985), S. 136.

98 Vgl. Brüggerhoff, J., (1992), S. 178; o.V., (1996), S. 21 sowie Kapitel 4.3.3.2 dieser Arbeit. Zudem wird in der Praxis vielfach eine Stundung bzw. Ratenzahlung, ggf. mit einer variablen Kaufpreisregelung, vereinbart, die sich an der weiteren Entwicklung des Verkaufsobjektes orientiert. Vgl. z.B. Brüggerhoff, J., (1992), S. 179. Aus der Sicht des Verkäufers dürfte dies jedoch ein nicht unbeträchtliches Risiko darstellen. Dagegen sind Garantieerklärungen des Verkäufers vielfach wirtschaftlich unwirksam und damit wertlos.

99 Vgl. auch Napp, H., (1990), S. 12 f. Vgl. zur möglichen Ausgestaltung einer Stillegungsplanung und auf sie wirkende Einflüsse Rudhart, P. M., (1978), S. 33 ff.

100 Vgl. Sawall, E., (1990), S. 493.

Wie die Fortführung der Unternehmung kann auch ihre Zerschlagung in unterschiedlichen Ausprägungen durchgeführt werden, so daß auch der Zerschlagungswert idealerweise auf der Basis einer detaillierten Zerschlagungsplanung zu ermitteln ist. Beispielsweise besteht die Wahl zwischen einer sofortigen Stillegung und einem Abarbeiten noch vorhandener Aufträge.[101] Darüber hinaus kann ein langsamer Rückzug erfolgen, um so Austrittsbarrieren zu vermindern.[102] Eine Stillegung der Unternehmung ist **in der Praxis** stark von rechtlichen Personalfreisetzungsfristen abhängig. Der Wirtschaftsausschuß (§ 106 BetrVG) und der Betriebsrat (§ 111 BetrVG i.V.m. § 112 BetrVG) sind zu unterrichten. Dieser ist bei Entlassungen wegen Betriebsstillegung nach § 102 BetrVG mitbestimmungspflichtig.

5.5.3.2 Einflußgrößen auf den Zerschlagungswert

Der Zerschlagungswert einer Unternehmung wird bestimmt durch die Höhe des **Zerschlagungserlöses**, der zu berücksichtigenden **Zerschlagungslasten** sowie - aus Sicht der Eigenkapitalgeber - durch die Höhe zu tilgender Verbindlichkeiten. Ein zu erwartender Zerschlagungserlös hängt seinerseits nach MOXTER vom **Zerschlagungsvorgang** ab und wird beeinflußt von dessen Intensität und Geschwindigkeit.[103] „**Zerschlagungsintensität**" drückt aus, in welchem Umfang einzelne Vermögensgegenstände getrennt von ihrem Betriebszusammenhang veräußert werden müssen. Die Zerschlagungsintensität reicht dabei von der Veräußerung einzelner Vermögensgegenstände bis zur Veräußerung leistungswirtschaftlicher Teileinheiten. **Es wird vermutet**, daß der Erlös um so höher ist, je größer die einzelnen veräußerten produktiven Kombinationen sind.

Die **Zerschlagungsgeschwindigkeit** beschreibt dagegen den Zeitraum, in dem die Vermögensgegenstände veräußert sein müssen. Wird eine Zerschlagung als Notverkauf unter hohem Zeitdruck durchgeführt, so wird angenommen, daß nur relativ geringe Erlöse zu erzielen sind. Im Gegensatz dazu sind die Erlöse im Regelfall höher, wenn länger nach einem Käufer gesucht werden kann. Dies ist in akuten Unternehmungskrisen insbesondere dann der Fall, wenn noch Liquiditätsspielräume vorhanden sind und außerhalb der Insolvenz noch keine Überschuldung

---

101 Vgl. Hellge, G., (1982), S. 21.

102 Teilweise wird in der Literatur ein langfristiger und geplanter Rückzug nicht unter dem Begriff Zerschlagung gefaßt, da diese kurzfristiger erfolge. So nennt HELLGE neben der sofortigen Stillegung die Alternativen „volle Weiterproduktion bis zur Stillegung" sowie „verminderte Weiterproduktion ohne Kapazitätsabbau." Vgl. Hellge, G., (1982), S. 18 ff.

103 Vgl. Moxter, A., (1976), S. 50 f.

droht. Zerschlagungswerte sind auf den **Entscheidungszeitpunkt** zu beziehen. Falls eine Zerschlagung erst in Zukunft erfolgen kann, so ist auch ein Zerschlagungswert abzuzinsen und bis dahin anfallende (negative) Cash-flows zu berücksichtigen.[104] Diese werden **in der Praxis** bisweilen hingenommen, um zerschlagungsbedingte Lasten zu vermindern.

Neben der Abhängigkeit des Zerschlagungserlöses vom Zerschlagungsvorgang wird dieser auch von den **Eigenschaften der Veräußerungsobjekte** beeinflußt. So ist grundsätzlich nur ein Teil der Vermögensgegenstände in Geld umwandelbar, da ein Großteil der immateriellen Vermögensgegenstände und alle nicht verkehrsfähigen Vermögensgegenstände verlorengehen. **Hochspezifisches Vermögen** kann außerhalb der zu zerschlagenden Unternehmung oder ihrer Branche kaum mehr eine sinnvolle Verwendung finden.[105] Beispielsweise können Spezialmaschinen nur von (wenigen) Konkurrenzunternehmungen erworben werden, was Preisabsprachen wahrscheinlich werden läßt. Dieses Problem wird durch die Kenntnis in der Branche über die Notsituation weiter verschärft. Negativ wirkt sich zudem aus, falls dem Käufer hohe Demontage- und Transportkosten entstehen. Auch können später meist keinerlei Gewährleistungsansprüche geltend gemacht werden. Dagegen sind wenig spezifische Vermögensteile, z.B. PKW, Standardmaschinen oder ggf. Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe leichter zu veräußern und können für einen größeren Käuferkreis interessant sein. Grundsätzlich wird in akuten Unternehmungskrisen die finanzielle **Realisierbarkeit des Unternehmungsvermögens** allerdings als **sehr gering eingeschätzt** und eine hohe Zerschlagungsintensität als die Regel betrachtet, unabhängig davon, ob die Unternehmung bereits insolvent ist.[106]

Ausgangspunkt für eine Schätzung des Zerschlagungswertes ist das **Inventar** der Unternehmung, das i.d.R. Vermögensgegenstände aufführt, die in der Bilanz nicht zu finden sind.[107] Dies können selbsterstellte immaterielle Anlagewerte sein, die nach § 248 Abs. 2 HGB nicht aktivierungsfähig sind oder bereits vollständig abgeschriebene Vermögensgegenstände. **In der Praxis** wird zunächst geprüft, ob einzelne Betriebe, Kostenstellen oder Artikelgruppen veräußert werden können.[108] Einzelveräußerungen von Gegenständen des Anlagevermögens werden,

104 Vgl. Helbling, C., (1995), S. 192; Wegmann, J., (1987), S. 148.

105 Vgl. auch Napp, H., (1990), S. 97 und Kapitel 2.1.3 dieser Arbeit.

106 Vgl. Wegmann, J., (1987), S. 320.

107 Vgl. Ballwieser, W., (1993), S. 169.

108 Vgl. Helbling, C., (1995), S. 191.

Immobilien ausgenommen, i.d.R. mittels öffentlicher Versteigerungen durchgeführt.[109] Die Höhe der Veräußerungserlöse hängt hier stark von der Qualität der Arbeit spezialisierter Verwertungsunternehmungen ab. Diese nehmen eine detaillierte Inventarisierung und Bewertung der Vermögensgegenstände vor, publizieren einen Zerschlagungsprospekt und führen weitere Marketingmaßnahmen durch. Vor der Versteigerung wird ein **Besichtigungstermin** durchgeführt. Für ihre Leistungen wird ein prozentuales Aufgeld auf den Versteigerungserlös erhoben.

Neben direkten Veräußerungskosten sind noch weitere gewichtige **Zerschlagungslasten** zu berücksichtigen. Diese entstehen in erster Linie durch arbeitsrechtliche Verpflichtungen und darüber hinausgehende Sozialplanansprüche, die aufgrund ihrer Höhe eine hohe Entscheidungsrelevanz haben.[110] Diese Belastungen spielen eine um so größere Rolle, je höher die **Beschäftigungsintensität der Unternehmung** ist. Weiterhin sind Zahlungsverpflichtungen zu berücksichtigen, die durch die Auflösung langfristiger Verträge entstehen (Dienstleistungs- sowie Mietverträge) oder durch Umweltschutzkosten (z.B. durch die Entsorgung von Rest- und Abfallstoffen oder eine Bodensanierung des Betriebsgeländes) hervorgerufen werden.[111] Die Bestimmung von Zerschlagungslasten, insbesondere die Berücksichtigung von Sozialplanaufwendungen, ist mit hohen Risiken verbunden. Empirische Untersuchungen zeigen, daß die Höhe der Sozialplanaufwendungen neben dem Verhandlungsgeschick der Parteien auch von anderen Einflußfaktoren abhängt, wie der Unternehmungsgröße, Konzernzugehörigkeit oder der Branche.[112] Sozialplanaufwendungen werden teilweise als schwer kalkulierbar eingeschätzt, und es ist mit ggf. langer Verhandlungsdauer zu rechnen.[113] In einem insolvenzrechtlichen Verfahren ist dagegen die Höhe der Sozialplanaufwendungen begrenzt. Sie dürfen nach § 123 InsO zweieinhalb Monatsverdienste der zu entlassenden Mitarbeiter und außerdem ein Drittel der Insolvenzmasse nicht überschreiten. Abbildung 5.9 faßt die grundlegende Vorgehensweise bei der Ermittlung von Zerschlagungswerten zusammen.

---

[109] Vgl. Sawall, E., (1990), S. 503 f. Zur Veräußerbarkeit einzelner Vermögensgegenstände und zu Einflußgrößen auf deren Verkaufserlös vgl. Brüggerhoff, J., (1992), S. 271 ff.

[110] Vgl. dazu §§ 111, 112 BetrVG; Hemmer, E., (1988), S. 13 ff.

[111] Vgl. dazu z.B. den Katalolg bei Napp, H., (1990), S. 148 ff.

[112] Vgl. Hemmer, E., (1988), S. 51 ff.

[113] Vgl. auch Napp, H., (1990), S. 104 und 123; Hemmer, E., (1988), S. 15 und 45 ff.

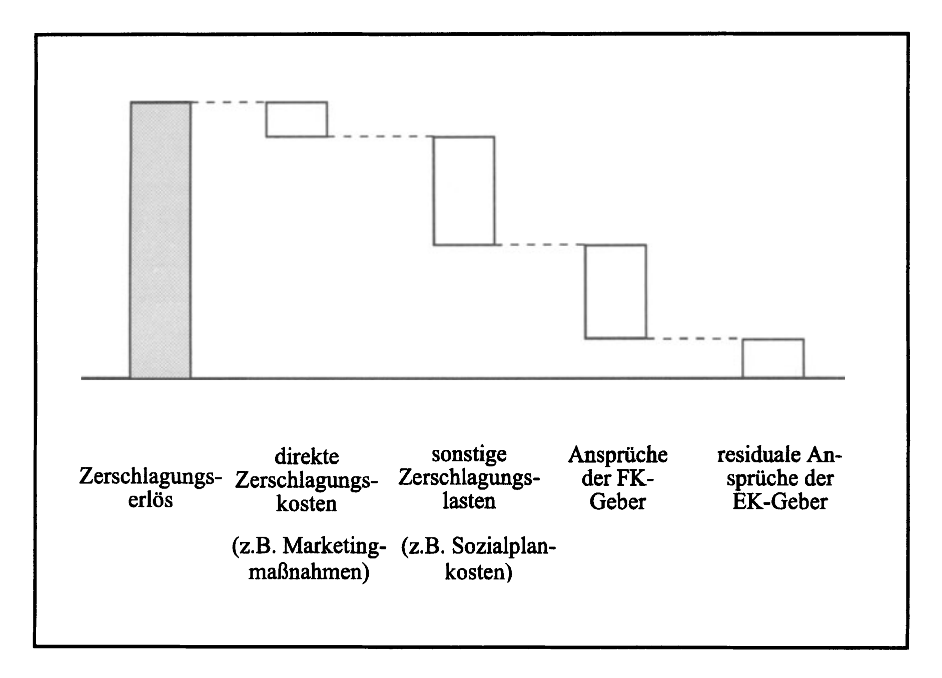


Abbildung 5.9: Ermittlung von Zerschlagungswerten der Unternehmung

5.6 Potentialanalyse der Krisenunternehmung

5.6.1 Grundsätzliches

Die **Ermittlung realistischer Fortführungswerte** erfolgt eingebettet als Teil der Sanierungsplanung; sie kann überdies nur vor dem Hintergrund eines **Verständnisses des Geschäftssystems**, d.h. der Wertschöpfungskette sowie von Produkten und Kunden der Unternehmung erfolgen.[114] Sanierungsplanungen hängen dabei stark vom (aktivierbaren) **Potential der Unternehmung** ab.[115] Deshalb ist eine Analyse des Unternehmungspotentials Kernbestandteil der **Unternehmungsanalyse** im Rahmen der Problemstellungsphase des Sanierungsplanungsprozesses. Sie dient als Grundlage für die Prognose zukünftiger Cash-flows sowie, durch die Untersuchung der wichtigsten Cash-flow-Determinanten, zur Verdeutlichung des **Sanierungs-**

---

114 Vgl. z.B. Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., (1994), S. 203 ff.

115 Vgl. dazu Kreikebaum, H., (1987), S. 42 und Kapitel 4.2.3 dieser Arbeit.

risikos.[116] Da das Potential der Unternehmung auf diese Weise auf die Höhe des Fortführungswertes einwirkt, beeinflußt es zudem direkt die Sanierungswürdigkeitsentscheidung. Aus diesem Grunde sollen im weiteren Verlauf der Arbeit denkbare Einflußfaktoren erörtert werden.

Möglichkeiten und Restriktionen können sich aus dem **Infeld** und **Umfeld** der Unternehmung ergeben. Die Identifikation und Analyse umweltbezogener Schlüsselfaktoren dient zur Konkretisierung des spezifischen Marktrisikos und bildet das externe Fundament für die Cash-flow-Prognose. Zudem sind die internen Einflußfaktoren auf die Höhe künftiger Cash-flows zu analysieren, wobei sich für den Bewerter speziell die Frage stellt, welche **Ressourcen** der Unternehmung noch zur Verfügung stehen. Eine Unternehmungs-Potentialanalyse ist sehr **unternehmungsspezifisch**. Deshalb können nur grundlegende Einflußgrößen dargestellt werden, die der jeweiligen Situation anzupassen sind. Dies ist jedoch deshalb praxisgerecht, da auch hier aus den vielfältigen und komplexen Einflußfaktoren die wesentlichen internen und externen Elemente extrahiert werden müssen.

5.6.2 Analyse der Krisenursachen

Der **erste Schritt** einer **Potentialanalyse** im Rahmen einer Unternehmungssanierung besteht immer in einer retrospektiven Betrachtung der Unternehmungsentwicklung, Beschreibung der aktuellen Situation und **Identifikation der Krisenursachen**.[117] Eine Beschreibung und Analyse der Krisenursachen wird im Zusammenhang mit ihren Symptomen und Wirkungen sowie stets verbunden mit Prognosen über zukünftige Entwicklungen durchgeführt.[118]

Die grundlegende Schwierigkeit einer Krisen-Ursachenanalyse liegt einerseits darin, daß Unternehmungskrisen im Regelfall **multikausal** sind und die wichtigsten Faktoren extrahiert sowie gegeneinander hinsichtlich Ursachen und Wirkungen abgegrenzt werden müssen. Andererseits kann sie durch eine Verschleierungstaktik des Managements oder durch Mängel im Controlling-System und Rechnungswesen der Unternehmung weiter erschwert werden.[119]

---

116 Vgl. allgemein Helbling, C., (1995), S. 58.

117 Vgl. Qunitero, R. G., Timpson, R. D., (1991), S. 283 ff.; Schaaf, W. A., (1990), S. 437; Seidemann, R. S., Sands, D. A., (1991), S. 51 ff.

118 Vgl. Krystek, U., (1987), S. 215 f.

119 Vgl. Baur, W., (1979), S. 19; Reutner, F., (1991), S. 58; Becker, H., (1978), S. 674; Dietzel, W., (1985), S. 113; Schimke, E., (1985), S. 30.

Prinzipiell können Unternehmungskrisen auf **internen** und/oder **externen Ursachen** beruhen.[120] Sie können zudem **leistungs-** und/oder **finanzwirtschaftliche** Ursachen haben. Die **Art der Krisenursachen** hat direkten Einfluß auf die Höhe zukünftiger Cash-flows und damit auf den Fortführungswert der Unternehmung. So ist z.B. bedeutsam, ob es sich um einmalige **Sonderursachen** oder **dauerhaft wirksame Krisenursachen** handelt.[121] Sind Krisenursachen identifiziert, so kommt ihrer **Bewertung** in Hinblick auf ihre mögliche Beseitigung sowie der Prognose der Auswirkungen auf künftige Cash-flows eine zentrale Bedeutung zu.

Die Analyse der Krisenursachen **läßt sich nur in geringem Maße standardisieren**. Vielfach existieren jedoch bereits erste **Vorstellungen** über mögliche Krisenursachen. Als Instrumente können zunächst **Checklisten** und standardisierte **Analyseraster** für eine Identifizierung und Untersuchung von Krisenursachen genutzt werden.[122] Neben der Untersuchung finanzwirtschaftlicher Kennzahlen kann zudem eine **Befragung von Kunden und Mitarbeitern** die informationelle Basis der Krisen-Ursachenanalyse verbreitern. So werden speziell die wichtigsten Kunden nach ihrer Einschätzung über die Marktsituation der Unternehmung befragt.[123] Auch eine schnell durchführbare Befragungsaktion ausgewählter Mitarbeiter und Führungskräfte kann zu wertvollen Erkenntnissen führen. Dabei können Mitarbeiter und Führungskräfte, unter Zusage strengster Vertraulichkeit, nach ihrer Meinung über die Gründe der Krise sowie nach ihren Lösungsvorschlägen befragt werden. Die Methodik kann darüber hinaus durch eine Rückkoppelung als **Delphi Befragung** ausgestaltet werden.[124] **In der Praxis** stellen spezialisierte Unternehmungsberater hierfür ihre Dienste bereit. Teilweise führen sie derartige Befragungen als sog. „**Management Audit**" durch,[125] um gleichzeitig eine Auswahl der am Sanierungsprojekt zu beteiligenden Führungskräfte zu treffen.

---

120 Vgl. Marschdorf, H.-J., (1984), S. 46; Kayser, G., (1983), S. 22. Wird die Umwelt als Bedingungsrahmen für die Unternehmungsentwicklung aufgefaßt, so sind Unternehmungskrisen immer endogen verursacht, da versäumt wurde, sich dessen Anforderungen anzupassen. Vgl. Bea, F. X., Haas, J., (1994), S. 487 f.

121 Vgl. z.B. Wagenhofer, A., (1993), Sp. 4381.

122 Vgl. z.B. Brandstätter, J., (1993), S. 159 ff.; Müller, R., (1986), S. 346; Quintero, R. G., Timpson, R. D., (1991), S. 284 ff.

123 Vgl. Reutner, F., (1991), S. 22; Söhnchen, R., (1992), S. 82 f.

124 Vgl. Dietzel, W., (1985), S. 112; Becker, H., (1978), S. 674; Turnheim, G., (1988), S. 41. Vielfach wird in der Literatur darauf hingewiesen, die zweite Hierarchieebene bzw. das mittlere Management besonders in die Befragung einzubeziehen, da hier weniger mit beschönigenden Darstellungen zu rechnen sei.

125 Vgl. Palaß, B., (1993), S. 242 ff.

5.6.3 Analyse verbleibender Unternehmungsressourcen

5.6.3.1 Grundsätzliches

Die **ressourcenorientierte Theorie der Unternehmung** sieht in ihren einzigartigen Ressourcen diejenigen Schlüsselvariablen, die es ihr ermöglichen, strategische Wettbewerbsvorteile zu erlangen und zu erhalten.[126] Unternehmungen werden als **idiosynkratische Bündel** dauerhafter und unvollkommen gehandelter materieller und immaterieller **Ressourcen** angesehen, die sich im Laufe der Zeit kumuliert haben.[127] Als Ressourcen werden sehr umfassend alle materiellen und immateriellen Vermögensgegenstände und Mittel der Unternehmung bezeichnet, wie Kapital, Anlagevermögen, Mitarbeiter, ihre Kompetenzen sowie Informationen.[128] Die Art strategisch relevanter Ressourcen ist stark vom Branchenkontext abhängig. Noch **vorhandene Ressourcen** und ihre Einsetzbarkeit zur Überwindung der Unternehmungskrise haben direkten Einfluß auf die Höhe des Fortführungswertes.

5.6.3.2 Analyse der Kernkompetenzen

Die vorhandenen **Kompetenzen** einer Unternehmung stellen eine ihrer **zentralen Ressourcen** dar. Sie bilden die Grundlage zum Aufbau von **Erfolgspositionen**, die wiederum auf **Wettbewerbsvorteilen** beruhen. Ein Wettbewerbsvorteil entsteht dort, wo eine Unternehmung den Problemlösungsbedarf ihrer Kunden besser befriedigen kann als ihre Wettbewerber.[129] Diese Möglichkeit besteht regelmäßig dann, falls spezielle Fähigkeiten, sog. **Kernkompetenzen**, vorhanden sind, da sie als Basis zur Wertgenerierung für die Kunden und damit auch für die Unternehmung anzusehen sind.

Kernkompetenzen zeichnen sich nach PRAHALAD dadurch aus, daß sie eine signifikante Quelle zur Differenzierung sind. Sie sollten möglichst für verschiedene, bestehende und neue Geschäfte nutzbar und schwer imitierbar sein.[130] Sie schaffen dadurch strategische Möglich-

---

126 Vgl. zur ressourcenorientierten Sicht der Unternehmung(sstrategie) speziell Wernerfelt, B., (1984), S. 171 ff.; Barney, J. B., (1991), S. 99 ff.; Conner, K., (1991), S. 121 ff.; Amit, R., Schoemaker, P. J., (1993), S. 33 ff.; Peteraf, M. A., (1993), S. 179 ff.

127 Vgl. Collis, D. J., (1995), S. 2.

128 Vgl. Wright, P., Pringle, C. D., Kroll, M. J., (1994), S. 9.

129 Vgl. Kaufmann, L., (1993), S. 98.

130 Vgl. Prahalad, C. K., (1997), S. 178.

keiten („*competitive space*").[131] Kernkompetenzen werden im Laufe der Unternehmungsgeschichte aufgebaut und zeigen sich in einer im Vergleich zur Konkurrenz überlegenen Beherrschung von Prozessen und/oder Produkten.

Der Grund für die Definition und den Ausbau von Kernkompetenzen liegt auch darin, daß Produkte nur als „Oberfläche" dahinterstehender Kompetenzen angesehen werden. Diese sind der Erosion im Laufe der Zeit nicht so stark ausgesetzt, wie es z.B. bei Marktanteilen, Ertragspotentialen oder Branchenstrukturen der Fall ist.[132] **Zur Definition** von Kernkompetenzen werden interne Fähigkeiten und externe Anforderungen einem Vergleich unterzogen. Für eine Bestätigung der eigenen Einschätzung kann eine Befragung der Kunden sorgen, inwieweit die Unternehmung aus deren Sicht Fähigkeiten besitzt, ihre Wünsche genauso gut oder besser als die Konkurrenz zu erfüllen. Letztlich geht es also darum, vorhandene Kompetenzen systematisch auf ihren strategischen Wert im Hinblick auf die Schaffung von wahrnehmbarem Kundennutzen zu evaluieren. Dort, wo spezielle Fähigkeiten vorhanden oder Möglichkeiten da sind, diese Kompetenzen zu vertretbaren Kosten und in absehbarer Zeit aufzubauen, sind die Chancen zur erfolgreichen Ausschöpfung des Geschäftspotentials gut. Deshalb stellt die Identifizierung und Definition **verbleibender** bzw. **aktivierbarer** Kernkompetenzen meist den Ausgangs- und Bezugspunkt für die Entwicklung einer neuen Geschäftsfeldstrategie dar.

In der Praxis sind Unternehmungen oft nur dann sanierungswürdig, wenn sie ein wert- und cashgenerierendes **Kerngeschäft** besitzen, das als **Basis** für langfristig wirksame Sanierungsmaßnahmen dienen kann. Da auf der anderen Seite Unternehmungskrisen vielfach auf **Defiziten im Kompetenzprofil** der Unternehmung beruhen,[133] kommt der Analyse ihrer Kompetenzen eine zentrale und langfristige Bedeutung zu. Zudem ist bereits herausgearbeitet worden, daß im Verlauf von Unternehmungskrisen oftmals gerade diejenigen **Mitarbeiter abwandern**, die als **Kompetenzträger** für die Erhaltung und Schaffung von Erfolgspositionen am dringendsten benötigt würden.[134]

---

131 Vgl. Prahalad, C. K., (1997), S. 175.

132 Vgl. Friedrich, S., (1995), S. 88; Suter, A., (1995), S. 92.

133 Vgl. Bea, F. X., Haas, J., (1994), S. 487; Bierach, B., (1995), S. 70.

134 Vgl. Kapitel 2.2.3 dieser Arbeit.

5.6.3.3 Analyse weiterer Unternehmungsressourcen

Veränderungen in der Unternehmung führen vielfach zu Veränderungen im Hinblick auf die benötigten Ressourcen. Da nicht vorhandene benötigte Ressourcen akquiriert werden müssen, hat ihr (Nicht)Vorhandensein direkten Einfluß auf die Prognose des Fortführungswertes. Akut krisenhafte Unternehmungen verfügen zudem stets über **Mißerfolgspotentiale**. Um es „wert" zu sein, erhalten zu werden, müssen sie deshalb über **Ressourcen** verfügen, die diesen entgegenstehen.

Insofern stellt sich **erstens** die Frage, ob vorhandene bzw. aktivierbare Ressourcen die Umsetzung des Sanierungsplans erlauben bzw. unterstützen.[135] Welche Ressourcen benötigt werden, ist hochgradig unternehmungsspezifisch, denn kritische Ressourcen erhalten ihren Wert **vor dem** jeweils unternehmungsspezifischen **Branchen-** bzw. **Markthintergrund**. So hat z.B. ein Markenname in verschiedenen Branchen eine unterschiedlich hohe Bedeutung.[136] Kritische Ressourcen definieren sich überdies meist **relativ zur Konkurrenz**. Aus diesem Grunde erfolgt eine Darstellung oftmals in Form von Stärken/ Schwächenanalysen. Teil der Sanierungsplanung ist es jedoch nicht nur, nach noch vorhandenen Ressourcen zu suchen, die als Differenzierungsbasis dienen könnten und diese zu bewerten. Vielmehr muß in einem nächsten Schritt sichergestellt werden, daß diese Ressourcen bestmöglich genutzt werden. Die **zweite zu stellende Frage** im Rahmen einer Sanierungsplanung ist typischerweise nach den **Akquirierungs-** oder **Entwicklungskosten** nicht vorhandener aber benötigter Ressourcen. Dabei ist besonders zu beachten, ob jene Ressourcen akquiriert werden können, deren Fehlen krisenursächlich war. **Ressourcenlücken** („*Resource gaps*") sind definiert als Differenz zwischen benötigten und vorhandenen Ressourcen.[137] Je größer *Resource gaps* sind, desto geringer ist die Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Unternehmungssanierung, und desto geringer ist ceteris paribus der Fortführungswert der Unternehmung.

Ressourcen können aus **verschiedenen Perspektiven** bewertet werden. Die üblichste Form ist eine Beurteilung nach **Funktionsbereichen** (vgl. Abbildung 5.10). Die **zweite Möglichkeit** besteht in einer Bewertung nach der **Ressourcenart** (z.B. Finanz-, Human- und physische Ressourcen). **In der Praxis** kommt in diesem Zusammenhang der Bewertung vorhandener

---

135 Vgl. Krystek, U., (1991), S. 332; Krystek, U., (1987), S. 216; Kraft, H., (1985), S. 23 f.

136 Vgl. zu diesem Beispiel Collis, D. J., Montgomery, C. A., (1995), S. 120.

137 Vgl. Baetz, M. C., Beamish, P. W., (1993), S. 42.

Humanressourcen eine zentrale Bedeutung zu: Jede Investition in eine akut krisenhafte Unternehmung muß speziell eine Managementevaluierung beinhalten, da ohne qualifizierte Führungskräfte kein Sanierungsplan umgesetzt werden kann. Kritische Ressourcen können ferner z.B. die Qualität der Fertigungstechnologien, von Patenten oder des Distributionsnetzes sein.

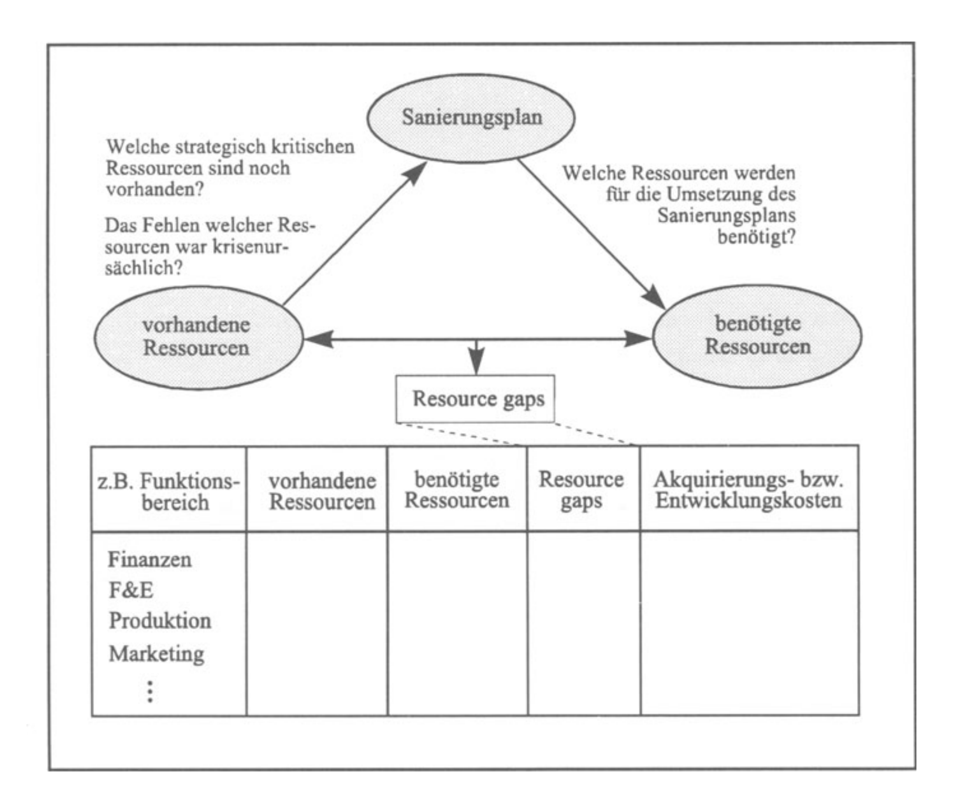


Abbildung 5.10: Ressourcenanalyse als zentraler Bestandteil der Sanierungsplanung

Ein **weiterer Weg** zur Ressourcenevaluierung besteht in der Unterscheidung nach materiellen (tangiblen) und immateriellen (intangiblen) Ressourcen. Obwohl letztere für die Überwindung akuter Unternehmungskrisen ebenso wichtig sind, ist ihre Bewertung oftmals schwieriger als die Beurteilung materieller Ressourcen. Beispiele für intangible Ressourcen sind der Firmen- und Markenname, langfristige Abnehmerverträge, Kooperationsmöglichkeiten oder die Loyalität der Mitarbeiter. Ressourcen können überdies nach ihrer **Anwendungsbreite** evaluiert werden.

Ressourcen mit einer hohen Anwendungsbreite ermöglichen eher eine Neuorientierung der Unternehmung hinsichtlich ihrer Produkte sowie bearbeiteter Märkte.[138]

5.6.4 Analyse relevanter Unternehmungsumfelder

5.6.4.1 Branchenstrukturanalyse

Die **Prognose künftiger Cash-flows** und die Sanierungswürdigkeitsentscheidung kann nur in bezug auf das relevante Umfeld, d.h. speziell im Branchenkontext erfolgen, da hierdurch **Chancen** und **Risiken einer Unternehmungssanierung** stark **beeinflußt** werden. Nach PORTER ist eine Branche als Gruppe von Unternehmungen zu interpretieren, deren Produkte sich größtenteils gegenseitig substituieren lassen.[139] Auf der Basis dieser Definition und der Grundlage empirischer Ergebnisse der Industrial Organizations-Forschung leitet er die Haupteinflußkräfte ab, welche auf die Branchenstruktur wirken und nennt sie **Branchenkräfte**. Dies sind **Markteintrittsbarrieren** für neue Konkurrenten, die Gefahr von **Ersatzprodukten**, die **Rivalität** unter den bisherigen Wettbewerbern sowie die **Verhandlungsstärke** von Abnehmern und Lieferanten.[140]

Diese genannten Kräfte sind abhängig von den spezifischen ökonomischen und technologischen Merkmalen einer jeden Branche und werden von jeweils einer Reihe **weiterer Determinanten** beeinflußt. PORTER vertritt die Meinung, daß die branchenspezifische Stärke dieser Wettbewerbskräfte das Erfolgspotential und die Attraktivität der Branche determiniert, da von ihnen z.B. Absatzpreise, Kosten oder der Investitionsbedarf der miteinander konkurrierenden Unternehmungen entscheidend bestimmt wird.[141] Die Branchenstrukturanalyse nach PORTER bietet auf diese Weise den Vorteil, daß sie eine systematische Identifikation und Interpretation zentraler Wettbewerbsdeterminanten in ihrer Auswirkung auf künftig erzielbare Cash-flows erlaubt.

---

138 Vgl. Baetz, M. C., Beamish, P. W., (1993), S. 44.

139 Vgl. grundlegend Porter, M. E., (1979), S. 4 sowie Porter, M. E., (1979a), S. 137 ff.

140 Vgl. Porter, M. E., (1989), S. 22 ff. Für eine in mehreren Geschäftsfeldern tätige Unternehmung erfolgt eine Branchenstrukturanalyse für jedes Geschäftsfeld („business level"). Vgl. Hax, A. C., Majluf, N. S., (1996), S. 66 ff.

141 Vgl. Porter, M. E., (1979a), S. 137.

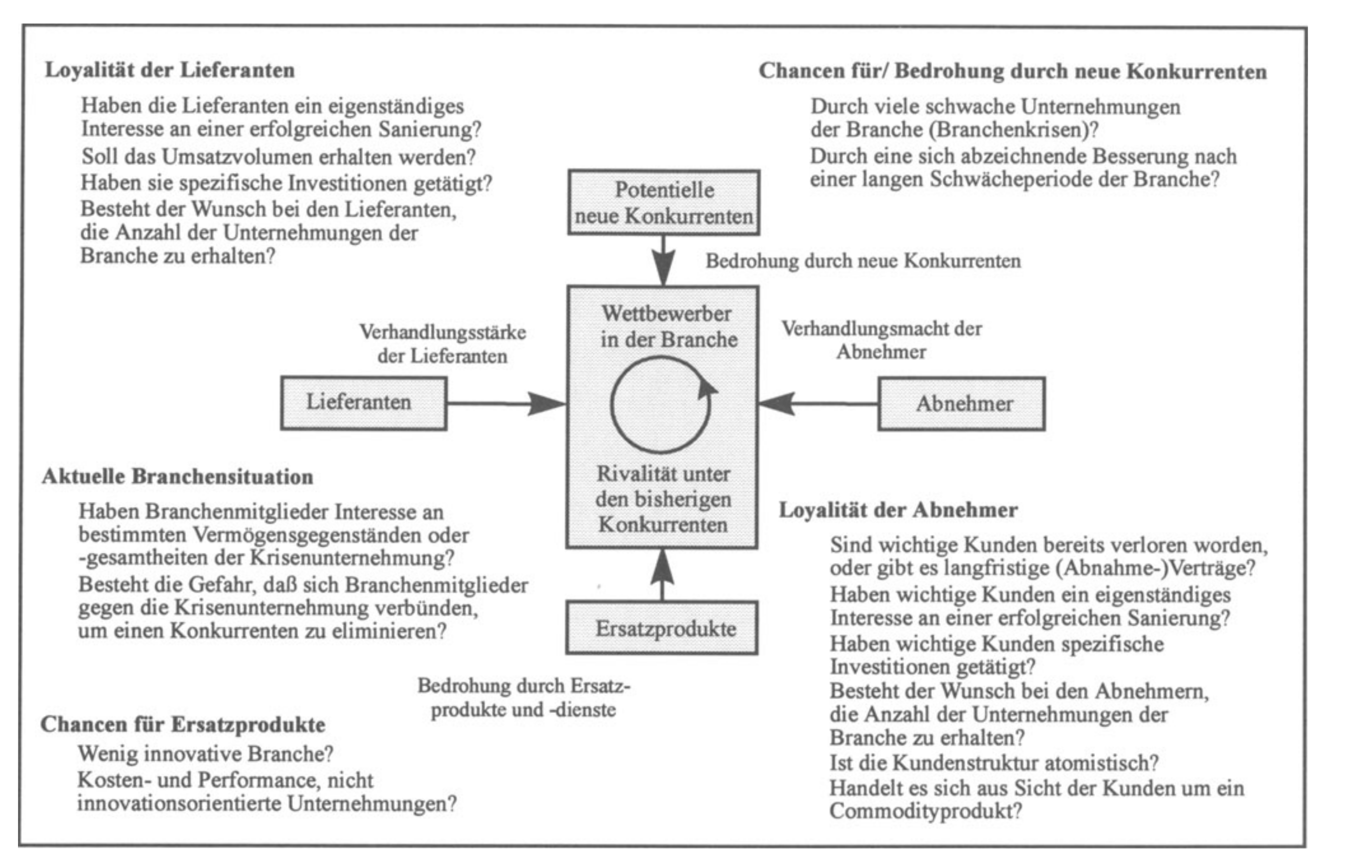


Abbildung 5.11: Elemente der Branchenstruktur. Vgl. grundlegend Porter, M. E., (1979a), S. 137 ff.

(1) Wettbewerbsintensität innerhalb der Branche

Diese wird tendenziell durch ein hohes Marktwachstum verringert, da Wachstum der Absatzmenge nicht nur durch Verringerung des Konkurrenzabsatzes möglich ist. Eine geringe Kapazitätsauslastung mit der Folge eines scharfen Preiswettbewerbs, homogene Produkte, die den Aufbau produktspezifischer akquisitorischer Potentiale erschweren, sowie annähernd gleich starke Konkurrenten begünstigen dagegen eine hohe Wettbewerbsintensität. Sie wird durch eine hohe Markttransparenz und durch hohe Marktaustrittsschranken, z.B. in Form hoher Stilllegungskosten, weiter gefördert. Eine **hohe Wettbewerbsintensität** kann sich, z.B. aufgrund schwieriger Absatzmöglichkeiten und zu erwartender Marketingkosten, negativ auf künftige Cash-flows und so prohibitiv auf eine Investitionsentscheidung von Investoren auswirken. Eine hohe Wettbewerbsintensität dürfte in der Branche einer akut krisenhaften Unternehmung jedoch die Regel sein.

(2) Verhandlungsmacht der Abnehmer

Eine große **Verhandlungsmacht** der Abnehmer verringert die Branchenattraktivität dadurch, daß leichter Druck auf die Branchenmitglieder ausgeübt werden kann. Diese Möglichkeit wird z.B. durch ein beträchtliches Abnahmevolumen, eine hohe Abnehmerkonzentration sowie die ausgeprägte Bedeutung einzelner Aufträge geschaffen. Eine hohe Produkthomogenität und damit die Möglichkeit, den Lieferanten leicht zu wechseln, sowie ein hoher Wissensstand über die Preisbildung der Anbieter führen zu einer weiteren Steigerung der Verhandlungsmacht und damit zu einer Erhöhung des leistungswirtschaflichen Risikos der Unternehmung.

Speziell die **Abhängigkeit von Großkunden erhöht das Sanierungsrisiko** stark, da diese Lieferrisiken fürchten und ggf. keinen Anreiz haben, sich an den Sanierungslasten zu beteiligen. Besteht jedoch ein enges Verhältnis zu den Abnehmern oder haben diese hohe transaktionsspezifische Investitionen getätigt, so kann aus ihrer Sicht der Anreiz bestehen, einen Beitrag zur Sanierung des Zulieferers zu leisten. **In der Praxis kommt der Loyalität der wichtigsten Kunden vielfach eine Schlüsselrolle bei der Überwindung akuter Unternehmungskrisen zu.**[142] Als Beispiel für die Bedeutung des Verhältnisses zu den Abnehmern in akuten Unternehmungskrisen kann die Krise der FAG KUGELFISCHER gelten. Nur weil wichtige Großkunden an der Lieferbeziehung festhielten, war eine Sanierung möglich. Falls wesentliche Groß-

142 Vgl. z.B. Quintero, R. G., Timpson, R. D., (1991), S. 290 f.

kunden jedoch bereits verloren wurden, ist eine Unternehmungssanierung dagegen äußerst erschwert.

(3) Bedrohung durch Substitutionsprodukte

Die Bedrohung durch Substitutionsprodukte wächst in **späten Phasen des Produktlebenszyklus**. Sie wird durch ein besseres Preis-Leistungs-Verhältnis der Produkte sowie mögliche Umstellungskosten der Abnehmer beeinflußt. Eine große Bedrohung durch Substitutionsprodukte verstärkt das Absatzrisiko und beschränkt den Preisspielraum der Unternehmung. Obwohl Unternehmungskrisen oft **in späten Produktlebenszyklusphasen** zu beobachten sind, so ist dennoch möglich, durch besondere Kompetenzen und Problemlösungs-Know-how die Gefahr durch Substitutionsprodukte zu verringern.[143]

(4) Potentielle Konkurrenz

Der Markteintritt neuer Wettbewerber führt im Regelfall zu einer Verschärfung der Wettbewerbsintensität und zu einer Verminderung der Ertragsaussichten in einer Branche. Die Wahrscheinlichkeit, daß neue Wettbewerber in einer Branche auftreten, wird in erster Linie durch die bisherigen und erwarteten Erfolgsmöglichkeiten bestimmt, wobei auch die erwartete Reaktion der etablierten Marktteilnehmer zu berücksichtigen ist. Ein geringes Marktwachstum, hohe Marktaustrittsbarrieren sowie eine hohe Finanzkraft etablierter Marktteilnehmer führen dagegen zu einer Verminderung der Attraktivität eines Markteintritts. Weitere Markteintrittsbarrieren können sich durch produktspezifische Vorteile in Form von Markierung, technologische Kompetenzen oder Zugang zu Beschaffungs- und Absatzkanälen konstituieren. Zudem wirken ein hoher eintrittsbedingter Kapitalbedarf oder Kostenvorteile bisheriger Branchenakteure prohibitiv auf potentielle Newcomer.

Hohe Marktzutrittsschranken, die reduzierend auf die Wettbewerbsintensität innerhalb der Branche wirken, dürften aus der Sicht bisheriger und neuer Investoren aus unterschiedlichen Gründen positiv auf eine Sanierungswürdigkeitsprüfung einwirken. Aus der Sicht bisheriger Investoren oder neuer Investoren wirken hohe **Markteintrittsbarrieren positiv**, da in diesen Branchen das Ertragspotential idealerweise relativ hoch ist. Für **neue Investoren** mit marktbezogenen Zielen können hohe Markteintrittsschranken sogar der **Hauptgrund** für ein Engage-

143 Vgl. auch Kapitel 4.3.3.2 dieser Arbeit.

ment sein, um z.B. vom Markt-Know-how, den Kundenbindungen oder von produktionsspezifischen Größen- und Erfahrungsvorteilen profitieren zu können. Allgemein führt eine **stabile Marktstruktur** darüber hinaus zu einer **Risikoverminderung** der Cash-flow-Prognosen.[144]

(5) Verhandlungsmacht der Zulieferer

Das Ertragspotential einer Branche kann zudem durch eine ausgeprägte Verhandlungsmacht der Zulieferer geschmälert werden. Eine hohe Konzentration auf dem Beschaffungsmarkt kann sich negativ auf Beschaffungspreise oder die Leistungsqualität auswirken. Hohe Umstellungskosten auf die Leistungen anderer Zulieferer und geringe Ausweichmöglichkeiten führen zu einer weiteren Verstärkung der Abhängigkeiten der Unternehmungen einer Branche von ihren Zulieferern.[145] Speziell falls aus der Sicht der Krisenunternehmung eine einseitige Abhängigkeit besteht und die **Geschäftsbeziehung für die Zulieferer von geringer** oder keiner wesentlichen **Bedeutung** ist, wird eine **Beteiligung an der Sanierung**, z.B. durch Forderungsverzichte, **unwahrscheinlich**.

5.6.4.2 Analyse weiterer Umfeldeinflüsse

Neben dem Branchenumfeld wirken **weitere Umfeldeinflüsse** auf die Branche und die Unternehmung ein und haben so Einfluß auf die Cash-flow-Prognose. Eine Unterscheidung in politisch-gesetzliche Einflußkräfte, volkswirtschaftliche Kräfte, soziale Einflüsse sowie technologische Kräfte nehmen WRIGHT/PRINGLE/KROLL vor.[146]

Politisch-gesetzliche Einflüsse, die auf die Höhe zukünftiger Cash-flows wirken, sind speziell die Wirkungen des Arbeits-, Sozial- und Insolvenzrechts. Besondere Chancen können sich ggf. aus Änderungen in diesem Bereich ergeben. Ferner ist die Neigung der Politik, Einfluß auf Unternehmungssanierungen zu nehmen, in unterschiedlichen Ländern und Branchen durchaus unterschiedlich ausgeprägt. **Volkswirtschaftliche Kräfte** betreffen zunächst die allgemeine **konjunkturelle Situation**. Häufig hat gerade die konjunkturelle Lage eine kritische Bedeutung für die Sanierungswürdigkeit einer Unternehmung. Die konjunkturelle Lage wirkt sich zunächst auf die Umsatzmöglichkeiten aus und ist eine zentrale Einflußgröße für die Konkur-

---

144 Vgl. ähnlich Karsunky, R., (1992), S. 94.

145 Vgl. Porter, M. E., (1979a), S. 140.

146 Vgl. Wright, P., Pringle, C. D., Kroll, M. J., (1994), S. 30.

renzsituation in der Branche. In der Phase (kurz vor) oder in einem bereits einsetzenden wirtschaftlichen Aufschwung ist eine Sanierung oftmals noch möglich, die in anderen konjunkturellen Phasen bereits zum Scheitern verurteilt wäre. Eine weitere volkswirtschaftliche Einflußgröße ist zudem das allgemeine **Zinsniveau**. Ein hohes Zinsniveau führt speziell bei hochverschuldeten Unternehmungen zu erheblichen Zinsauszahlungen. Weitere Einflußgrößen können beispielsweise in der Inflationsrate oder in Wechselkursverschiebungen begründet sein.

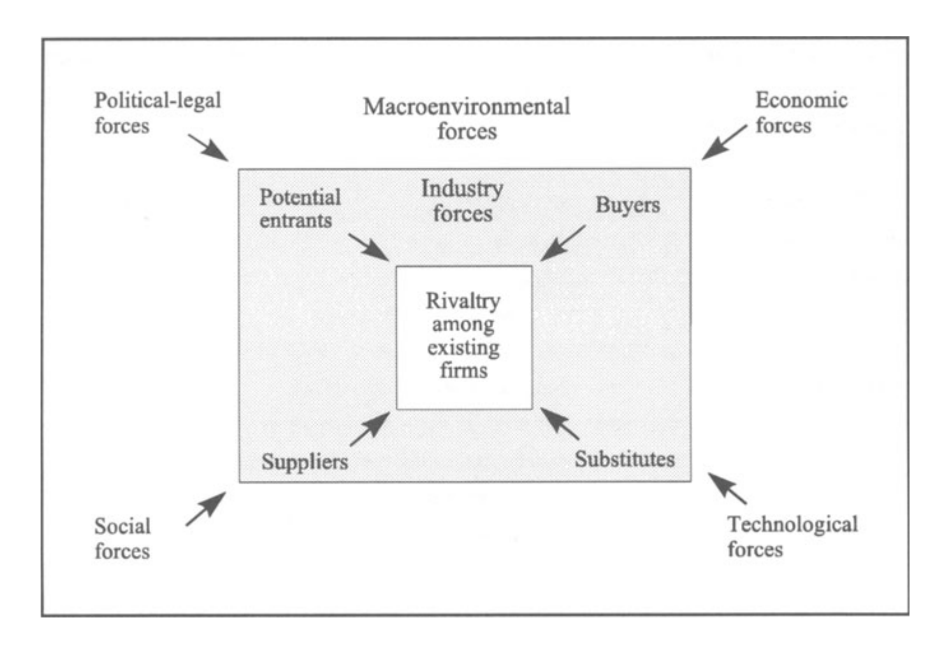


Abbildung 5.12 Makroökonomische und Brancheneinflüsse auf die Sanierungswürdigkeit der Unternehmung[147]

Übergeordnete **technologische Kräfte** können, z.B. durch grundlegend neue Entwicklungen, auf die Chancen und Risiken einer Branche einwirken. Ebenso nehmen **soziale Einflußgrößen** durch in der Gesellschaft vorhandene, wirtschaftliche Traditionen und Denkweisen auf eine Unternehmungssanierung Einfluß. So ist z.B. die Streikbereitschaft in verschiedenen Ländern und Branchen unterschiedlich ausgeprägt. Auch werden in den USA Unternehmungssanierungen und die damit verbundenen Konsequenzen in Gesellschaft und Öffentlichkeit anders beurteilt als in Deutschland.

---

147 Vgl. Wright, P., Pringle, C. D., Kroll, M. J., (1994), S. 30.

5.6.5 Analyse des Umstrukturierungspotentials

Die Analyse des Umstrukturierungspotentials beruht in erster Linie auf den Planungen der operativen und z.T. strategischen Sanierungsplanung. Dabei sollen Ansatzpunkte für mögliche **Kostensenkungspotentiale** über die gesamte Wertschöpfungskette erkundet und deren Einfluß auf künftige Cash-flows geschätzt werden. Hierfür sind über die gesamte Wertschöpfungskette Verbesserungsmöglichkeiten zu suchen und deren finanzwirtschaftliche Auswirkungen zu schätzen. Das bedeutet, um die *performance gap* schließen zu können, muß, angefangen bei den allgemeinen Verwaltungskosten, die Wertschöpfungskette der Unternehmung systematisch durchleuchtet werden.

Zur Bestimmung möglicher Kostenreduzierungen eignet sich zunächst ein **benchmark-orientiertes** Vorgehen im Vergleich zu erfolgreicheren Konkurrenten.[148] Durch Benchmarking Studien soll der Standard in einer Branche gemessen werden. Mit einem Vergleich am Branchenstandard kann es der Bewerter jedoch keinesfalls bewenden lassen. Vielmehr muß in einem zweiten Schritt immer nach den Gründen von Leistungsunterschieden gefragt werden.[149] Diese Bewertung kann über die Wertschöpfungskette der Unternehmung hinsichtlich Produktivität, Kosten und kardinaler Unternehmungskennzahlen vorgenommen werden.[150] Zudem ist es ggf. möglich, diejenigen Wertschöpfungsbereiche zu identifizieren, in denen die größten Schwächen der Unternehmung liegen. Überdies werden jene Aktivitäten eine besondere Beachtung finden, die ein hohes Differenzierungspotential besitzen oder die einen hohen oder steigenden Teil der Kosten verursachen.

Benchmarking Studien zeigen Verbesserungsmöglichkeiten jedoch lediglich grob auf. Sie sind **keineswegs in der Lage, detaillierte und zeitraubende Analysen** über die gesamte Wertschöpfungskette **zu ersetzen** und können ausschließlich erste Hinweise auf mögliche Effizienzsteigerungspotentiale geben. Eine detaillierte Prognose des Umstrukturierungspotentials kann damit nur eingebettet in eine detaillierte Sanierungsplanung sinnvoll erfolgen. Zudem besteht **in der Praxis** vielfach das Problem, vergleichbare Unternehmungen ausfindig zu machen und notwendige Daten zu erhalten. Auch besteht die Gefahr, daß in Krisenbranchen eine (verdeckt) krisenhafte Unternehmung für einen Benchmarking-Vergleich herangezogen wird.

---

148 Vgl. z.B. Gilson, S. C., Cott, J., (1996), S. 7.

149 Vgl. Kamauff, J. W., Kramer, S. B., Hill, A. V., (1995), S. 5.

150 Vgl. Kröger, F., (1990), S. 408.

5.7 Fortführungswert der Krisenunternehmung

5.7.1 Grundsätzliches

Zentraler Bestandteil eines jeden Sanierungsplans ist die Ermittlung potentieller Fortführungswerte der Unternehmung, unabhängig davon, ob dieser außerhalb oder im Rahmen eines insolvenzrechtlichen Verfahrens ausgearbeitet wird. In einem **US-amerikanischen Insolvenzverfahren** nach Chapter 11 muß die Unternehmungsführung nachweisen, daß der Fortführungswert der Unternehmung größer ist als ihr Liquidationswert. Gerichtliche Sanierungspläne bzw. beigefügte „*disclosure statements*“ enthalten deshalb obligatorisch neben einer Liquidationsanalyse immer die Darstellung des Fortführungswertes der Unternehmung auf der Basis mindestens fünf Jahre in die Zukunft reichender Cash-flow-Prognosen.[151] Da auch das **deutsche Insolvenzrecht** einen Wertevergleich von Fortführungs- und Liquidationswert als Entscheidungsgrundlage für das Insolvenzgericht verlangt, ist hier gleichermaßen die Bestimmung sowohl von Liquidations- als auch von Fortführungswerten unabdingbarer Bestandteil des Sanierungsplans. Desgleichen hat ein **außergerichtlicher Sanierungsplan** immer eine Fortführungs- sowie Liquidationsanalyse zu umfassen, um den Kapitalgebern der Unternehmung ihre Sanierungswürdigkeit zu verdeutlichen. Bei der Prognose von Gesamtkapital-Fortführungswerten besteht dabei grundsätzlich kein Unterschied, ob diese innerhalb oder außerhalb eines insolvenzrechtlichen Verfahrens erfolgt.

Die Ermittlung von Fortführungswerten hängt von der Prognostizierbarkeit der Unternehmungssentwicklung ab. Hierbei lassen sich zwei grundlegende Problemkreise differenzieren. Das **erste Problem** besteht darin, daß die Prognose künftiger Cash-flows mit hohen Risiken verbunden ist. Das **zweite Problem** resultiert daraus, daß der **Anteil** des Unternehmungsendwertes am Gesamtwert der Unternehmung häufig sehr hoch ist. Die Tatsache, daß ermittelte Unternehmungswerte bedeutenden Risiken ausgesetzt sind, ergibt sich aus den zentralen Problemkreisen der Unternehmungsbewertung: dem **Prognoseproblem** und dem **Komplexitätsproblem**.[152] Beide Probleme sind indes nicht spezifisch für die Bewertung akut krisenhafter Unternehmungen; sie haben jedoch ein erhöhtes Gewicht. Das Prognose- und Komplexitätsproblem stellt hohe Anforderungen an die Sanierungsplanung und an den Bewerter. Zwar können sich **kompensatorische Effekte** dadurch ergeben, daß Planunterschreitungen auf der einen Seite durch Übererfüllungen auf der anderen Seite ausgeglichen werden. Dennoch

151 „The reorganization plan has as its centerpiece the valuation of the debtor as a continuing entity.“ Altman, E. I., (1993), S. 47.

152 Vgl. Ballwieser, W., (1990).

bleibt die Ermittlung von Fortführungswerten für akut krisenhafte Unternehmungen eine betriebswirtschaftlich äußerst anspruchsvolle Aufgabe. Auf der anderen Seite ist gerade dies der Grund, warum **Investoren, die diese Aufgabe besser als andere zu bewältigen vermögen, ggf. hohe Wertsteigerungsmöglichkeiten realisieren** können.

Zur Steigerung der Aussagekraft ermittelter Fortführungswerte ist die **Dokumentation** und **Plausibilitätsabschätzung** zugrundeliegender Annahmen eine zentrale Forderung, die an eine Sanierungsplanung zu stellen ist. Die Aussagekraft von Cash-flow-Prognosen wird ferner durch die Einbettung in den Gesamt-Sanierungsplan erhöht. Die hohen Investitionsrisiken, die mit einer Unternehmungssanierung verbunden sind, können jedoch keinesfalls vollständig beseitigt, sondern höchstens vermindert werden. Darüber hinaus ist es praxisfremd, unter Berücksichtigung alternativer Zustände des Umsystems, einen Vergleich sämtlicher denkbarer Fortführungs- und Liquidationsalternativen vorzunehmen.[153] **In der Praxis** kommt es vielmehr darauf an, **unter bewußter Inkaufnahme von Vereinfachungen** ein Investitionskalkül zu entwerfen, das die Sanierungswürdigkeitsentscheidung unterstützen und versachlichen kann.

Bei Unternehmungssanierungen repräsentiert der **Endwert der Unternehmung** für gewöhnlich einen sehr hohen Teil des Unternehmungswertes. Der Endwert kann mehr als einhundert Prozent des Fortführungswertes betragen. Grundsätzlich gilt, daß die Investitionsentscheidung um so risikoreicher ist, je länger es dauert, bis der Fortführungswert größer als der Liquidationswert ist. Dies hängt damit zusammen, daß Risiken mit der Länge des Planungszeitraumes zunehmen. Prinzipiell ist zudem festzustellen, daß das Risiko des Investitionsprojektes Unternehmungssanierung um so höher ist, je größer der Anteil des Restwertes am Gesamtwert der Unternehmung ist. **Bei der Ermittlung von Endwerten** können zunächst verschiedene Vorgehensweisen parallel gewählt werden, um die Ergebnisse zu dokumentieren. Auf dieser Basis ist dann die Auswahl der letztlich gewählten Vorgehensweise zu begründen. Abbildung 5.13 zeigt schematisch die Bestimmung von Fortführungswerten als zentrale Aufgabe im Rahmen der Sanierungsplanung: Auf der Basis von Sanierungszielplänen, von operativen und strategischen Sanierungsplänen und daraus resultierender Ergebnis und Finanzpläne wird der Fortführungswert der Unternehmung prognostiziert. Dieser wird - meist unter Hinnahme von Anspruchsanpassungen - an die Kapitalgeber der Unternehmung verteilt.[154]

---

153 Vgl. Napp, H., (1990), S. 140.

154 Vgl. dazu auch S. 85 f. dieser Arbeit.

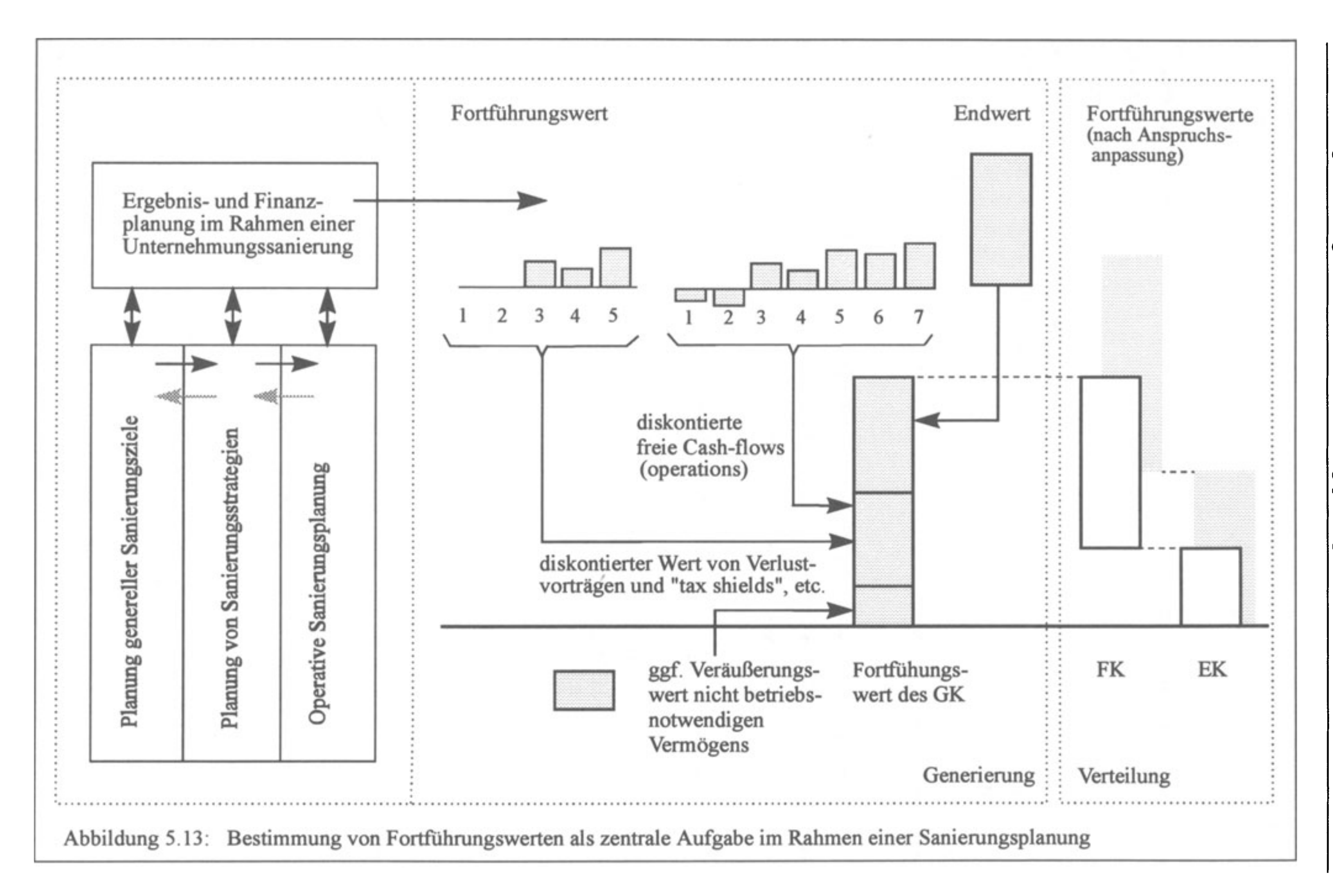


Abbildung 5.13: Bestimmung von Fortführungswerten als zentrale Aufgabe im Rahmen einer Sanierungsplanung

5.7.2 Prognose der Cash-flows auf der Basis der leistungs- und finanzwirtschaftlichen Sanierungsplanung

Langfristige Cash-flow-Prognosen sind immer zentraler Bestandteil eines Sanierungsplans.[155] Sie werden aus den im Sanierungsplan festgelegten strategischen, operativen und finanzwirtschaftlichen Maßnahmen abgeleitet,[156] geben Hinweise auf zukünftige Liquiditätsengpässe und wirken als Auslöser für gezielte Deckungsmaßnahmen. Die Höhe und zeitliche Struktur der freien Cash-flows ist ferner die Basis für eine Beurteilung der Sanierungswürdigkeit der Unternehmung aus der Sicht ihrer Kapitalgeber. Veränderungen in der Höhe der Cash-flows müssen deshalb durch die Offenlegung von Annahmen und Maßnahmen des Sanierungsplans, auf denen sie basieren, **transparent** gemacht werden. Dafür sind **zwei Gründe maßgeblich**.

Erstens eignen sich in akuten Unternehmungskrisen bestehende Strukturen und Erfahrungen nur bedingt als Ausgangspunkt für eine Cash-flow-Prognose, da sich die Unternehmung oftmals radikal verändert. Den Maßnahmen des Sanierungsplans und Annahmen über die Entwicklung des Umsystems kommt so eine zentrale Bedeutung zu. Nicht am Planungsprozeß beteiligte Interessenten können ohne eine Dokumentation des Bewertungsprozesses jedoch kaum eine Plausibilitätsabschätzung vornehmen. Aufgrund asymmetrischer Informationsverteilung betrachten sie dramatische Cash-flow Steigerungen grundsätzlich skeptisch: *„One useful warning is: Beware of hockey sticks.“*[157]

Der zweite Grund für die Notwendigkeit einer eingehenden Dokumentation besteht für externe Interessengruppen darin, daß **Unternehmungsbewertungen** im Rahmen von Unternehmungssanierungen grundsätzlich „**hoch politischen Charakter**“ haben: „*Valuation typically is used as a negotiation weapon*“[158], d.h. sie werden stark durch die Interessen des Bewertungssubjektes beeinflußt.[159] So ist es im Falle der Erstellung eines **außergerichtlichen Sanierungs-**

[155] Vgl. Pümpin, C., Prange, J., (1991), S. 199. Vergleiche vertiefend Weber, K., (1990).

[156] Vgl. Wegmann, J., (1987), S. 131 sowie Abbildung 5.13 dieser Arbeit.

[157] Cornell, B., (1993), S. 126.

[158] Lehavy, R., (1996), S. 8.

[159] So findet LEHAVY in einer empirischen Studie für die USA, daß eine Präsentation von zu hoch geschätzten Eigenkapitalwerten bei Unternehmungen in einem Chapter 11 Verfahren zunimmt mit der Komplexität des Verhandlungsprozesses, mit dem Anteil der früheren Gläubiger am Eigenkapital der Unternehmung nach Verlassen der Insolvenz und dem Wert, den zukünftige Wachstumschancen zum Eigenkapitalwert beitragen. Dagegen nimmt die Überschätzung ab, mit als wahrscheinlich angenommenen zukünftigen Verlusten und im Falle eines „prepackaged bankruptcy.“ Vgl. Lehavy, R., (1996), S. 3 f.

plans im Interesse der Unternehmungsführung darzustellen, daß der Fortführungswert der Unternehmung höher als ihr Liquidationswert ist. Die Eigenkapitalgeber bemühen sich dagegen, die Fremdkapitalgeber davon zu überzeugen, daß diese, ggf. auch bei Hinnahme von Anspruchsverminderungen, mit einer Zustimmung zum Sanierungsplan bessergestellt werden, als sie bei einer Zerschlagung der Unternehmung stünden.Im Rahmen eines **gerichtlichen Insolvenzverfahrens** ist es im Interesse von nachrangigen Gläubigerklassen, einen relativ hohen Fortführungswert zu prognostizieren, da dies den Anteil am Unternehmungswert vermehrt, der ihnen zusteht. Dagegen versuchen vorrangige Gläubiger, das Insolvenzgericht von der Richtigkeit eines relativ geringen Fortführungswertes zu überzeugen, da sie so einen größeren Teil der Unternehmung erhalten und ggf. die Wertsteigerung einstreichen, falls es sich herausstellt, daß der Fortführungswert tatsächlich höher ist als ursprünglich angenommen.[160] **Fortführungswerte** werden prinzipiell aus **drei Quellen** gespeist:

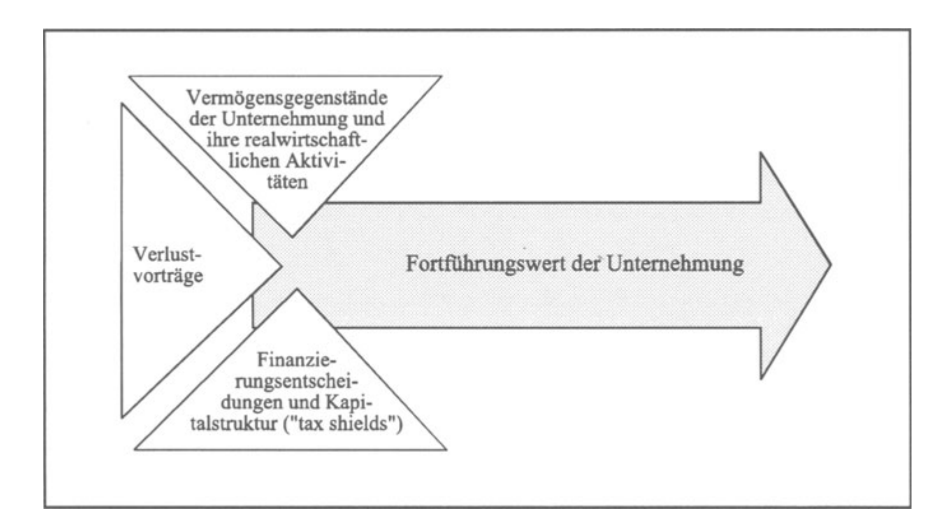


Abbildung 5.14: Quellen des Fortführungswertes der Unternehmung

Cash-flow-Prognosen erfordern die Analyse der zukünftigen Rahmenbedingungen der Unternehmung. Ferner sind diejenigen leistungs- und finanzwirtschaftlichen Faktoren zu analysieren, die Höhe und Stabilität der prognostizierten Cash-flows beeinflussen, und die Annahmen über die Ausprägung dieser Faktoren offenzulegen. Einige wichtige Bestimmungsgrößen künftiger

160 Vgl. Eberhart, A. C., Altman, E. I., Aggarwal, R., (1997), S. 6.

Cash-flows können als „*driver*" besonders dargestellt werden. Folgende **Grundsätze** sollten bei der Cash-flow Prognose beachtet werden.

(1) Als Ausgangspunkt dienen im allgemeinen Umsatzprognosen.

Veränderungen des prognostizierten Umsatzes führen leicht zu dramatischen Unternehmungswertänderungen. Umsatzprognosen sind stets die Basis für realistische Cash-flow Prognosen. Sie erfolgen auf der Grundlage der Sanierungsplanung und bedingen das Verständnis des Geschäftes der Unternehmung, d.h. ihrer Wertschöpfungskette, ihrer Beziehung zu Kunden, Zulieferern sowie ihrer Konkurrenzsituation.[161]

(2) Umsatzprognosen und Prognosen derjenigen Größen, die davon abhängen, müssen konsistent sein.

So geht beispielsweise mit einem Umsatzwachstum praktisch immer eine Erhöhung des Working Capitals einher. Zudem ist darauf zu achten, daß sich die einzelnen Kostenarten in einem realistischen Verhältnis zu den Umsatzzahlen verändern. Für eine erste Plausibilitätsüberprüfung lassen sich Benchmarkinganalysen nutzen.

(3) Sieht der Sanierungsplan vor, die Unternehmungskrise mit Hilfe umfangreicher Investitionen zu überwinden, so ist Vorsicht geboten.

Plant die Unternehmung, aus ihrer Krise „herauszuwachsen", so sollten auf dieser Basis ermittelte freie Cash-flows mit besonderer Vorsicht betrachtet werden.[162] Dies gilt in besonderem Maß, falls:

- der Verschuldungsgrad der Unternehmung den Branchendurchschnitt übersteigt,
- überschüssige Kapazitäten in der Branche der Unternehmung vorliegen,
- die Krisenursachen in erster Linie auf die Unternehmungsführung und weniger auf externe Einflüsse zurückzuführen sind.

161 Vgl. Cornell, B., (1993), S. 126.

162 Vgl. das Beispiel bei Gilson, S. C., (1994a), S. 1 ff.

Aufgrund eines „**Verdünnungseffektes**" hoher Investitionsauszahlungen führt die Bestimmung des Kapitalwertes der Unternehmung zu einer weniger genauen Unternehmungswertschätzung. Der bestimmte Unternehmungswert ist sensitiver hinsichtlich Änderungen des Diskontierungszinssatzes und angenommener Wachstumsraten. Darüber hinaus können kleine Änderungen der prognostizierten Operating Cash-flows bereits zu sehr großen prozentualen Änderungen der freien Cash-flows führen.

(4) Es sind stets Sensitivitätsanalysen durchzuführen, um diejenigen Faktoren zu extrahieren, die den größten Einfluß auf die Entwicklung künftiger Cash-flows besitzen.

Cash-flow Schätzungen sollten mehrwertig sein, um eine Risikoabschätzung für das Investitionsprojekt Unternehmungssanierung zu unterstützen. Es empfiehlt sich, die Auswirkung potentieller Entwicklungen kritischer Faktoren gesondert zu betrachten. Hierfür bieten sich **Sensitivitätsanalysen** an, deren Ziel darin besteht, die **Wirkungen mehrwertiger Einflußgrößen** zu verdeutlichen, um ergänzende Informationen über das Entscheidungsrisiko aufzudecken. Sie vermitteln damit einen Einblick in die **Risikostruktur des Fortführungswertes** und zeigen die Auswirkungen der Unsicherheit auf, indem sie die Wirkung einer Änderung einzelner Variablen bei Konstanz aller anderen Größen veranschaulichen. Damit richten sie die Aufmerksamkeit darauf, inwieweit eine Handlungsalternative auch bei Änderung der Planungskonstellationen vorteilhaft bleibt, und **wirken so einer Scheinperfektionierung entgegen**.[163] Die Bedeutung qualitativer Einflußfaktoren ist jedoch nicht zu unterschätzten. Gleichwohl ist die Grenze zwischen quantifizierbaren und nicht quantifizierbaren Größen oft fließend, was leicht dazu führt, daß eine willkürliche Berücksichtigung im Entscheidungskalkül vorgenommen wird.

Zur Generierung von Cash-flow Prognosen werden die zunächst als fix angenommenen Parameter verändert, um so zu einer Dreipunktschätzung zu kommen. Auf diese Weise wird ein optimistisches, pessimistisches und das wahrscheinlichste Szenario entwickelt. Statt mit mehreren alternativen Entwicklungen können auch Bandbreiten aufgezeigt werden.[164] Zu **variierende Parameter** müssen vom Bewerter als **kritisch** für das Bewertungsergebnis angesehen werden und müssen Risiken ausgesetzt sein. Welche Parameter dies im Einzelfall sind, hängt

163 Eine Scheinperfektionierung spielt besonders in gerichtlichen Insolvenzverfahren eine Rolle, falls verschiedene Interessengruppen das Insolvenzgericht von der Richtigkeit ihrer Unternehmungsbewertung zu überzeugen versuchen.

164 Vgl. auch Ballwieser (1993) S. 155.

immer von der jeweiligen Unternehmungssituation ab. Es kann sich also genauso um Umfeldeinflüsse handeln wie um verschiedene unternehmungsbezogene Annahmen und ihre Kombinationen.[165]

(5) Zur Analyse des mit APV ermittelten Unternehmungswertes sind geeignete Cash-flow Spaltungen durchzuführen.

Einzelne Wertequellen, wie die Veräußerung von Vermögensgegenständen, operative Kostensenkungsmaßnahmen oder auch der Einfluß von Personalreduzierungen auf den Unternehmungswert können **getrennt berechnet** und so die **Transparenz** über den geschaffenen Unternehmungswert **erheblich gesteigert** werden. Vgl. Abbildung 5.15.

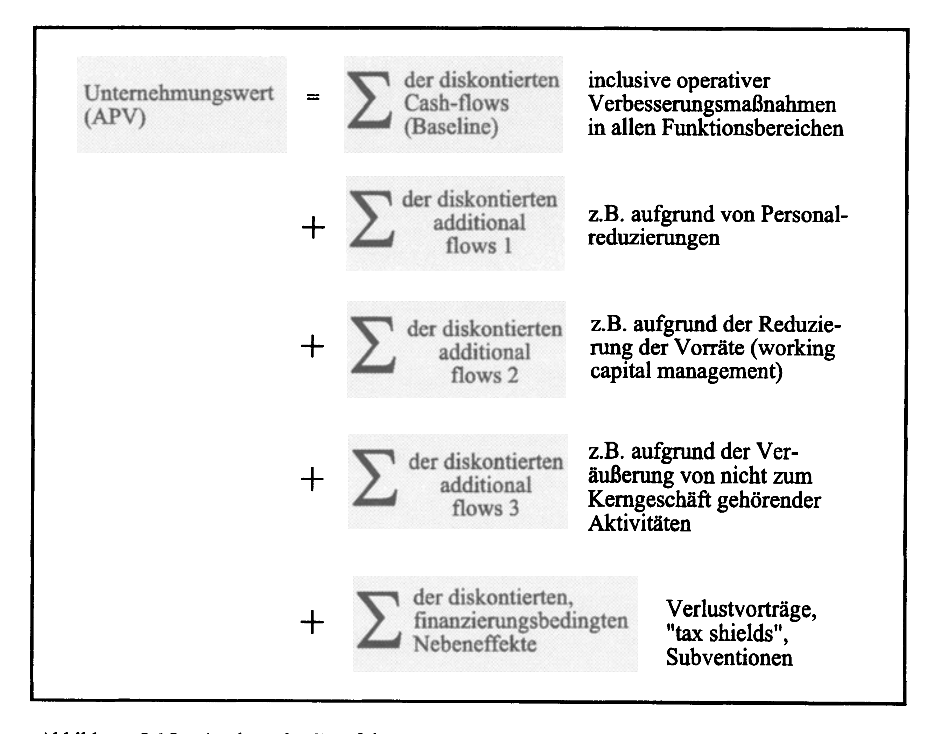


Abbildung 5.15: Analyse des Fortführungswertes mit Hilfe von APV

165 BALLWIESER kritisiert zu Recht, daß zukünftige Handlungen von der jeweiligen Umfeldsituation beeinflußt werden und leicht unklar wird, ob sich die Mehrwehrtigkeit prognostizierter Cashflows auf Umweltentwicklungen, unternehmerische Aktivitäten oder eine Kombination bezieht. Vgl. Ballwieser, W., (1990), S. 56 ff.

(6) Es sollte ein Vergleich des Ergebnisses der Unternehmungsbewertung auf Basis des Discounted Cash-flow Kalküls mit anderen Verfahren (Markt-Multiplikatoren) erfolgen.

Eine Plausibilitätsabschätzung des mit Hilfe der Discounted Cash-flow-Methode ermittelten Unternehmungswertes kann durch einen Vergleich mit anderen Verfahren herbeigeführt werden. Falls signifikante Unterschiede bestehen, bietet sich an, eine weitere Plausibilitätskontrolle anzuschließen. Eine Verwendung von Multiplikatoren ist speziell dann ratsam, wenn prognostizierte Cash-flows mehrheitlich negativ sind.

„Sanieren heißt: Eine auf solide Fakten abgestützte, neue unternehmerische Vision schaffen."[1]

6. Wertorientierte generelle Sanierungszielplanung

6.1 Grundsätzliches

Die **Zukunftsgestaltung** in der Unternehmung hängt entscheidend von der Qualität der **Zukunftsvorstellungen** ab. Deshalb besteht der erste Schritt einer Sanierungsplanung in einer generellen Sanierungszielplanung, die angestrebte zukünftige Unternehmungszustände und Sanierungsvorgangsziele grundlegend hinsichtlich Inhalt, Ausmaß und zeitlichem Bezug charakterisiert. Als **Basis** für die Festlegung **genereller Sanierungsziele** kann eine übergeordnete **Sanierungsvision** formuliert werden.[2]

Ziele beinhalten Aussagen über zukünftig angestrebte Zustände. **Unternehmungsziele** drücken angestrebte zukünftige Zustände einer Unternehmung aus. **Generelle Ziele** sind die oberen Unternehmungsziele, die auf hohem Aggregationsniveau formuliert werden. Nach ihrem Zielinhalt kann man vereinfachend **Sach-**, **Wert** und **Sozialziele** unterscheiden.[3] Da eine Unternehmung keine Bedürfnisse oder Ziele haben kann, sondern im Gegenteil ein **Instrument** verschiedener Personen(gruppen) ist, handelt es sich bei Unternehmungszielen stets um derivative bzw. abgeleitete Ziele.[4] Sie sind i.d.R. Ergebnis eines **Zielbildungsprozesses** der Unternehmungsträger und ggf. anderer Interessenten, der - ausgehend von ihren jeweiligen Vorstellungen und Wünschen - Ziele für die Unternehmung in Ziele der Unternehmung transformiert.[5] Aufgrund der meist sowohl innerhalb als auch zwischen einzelnen Interessengruppen bestehenden **Zielkonflikte**, werden zu diesen Zweck **Aushandlungsprozesse** notwendig. Aus diesem Grund wird das Ergebnis dieses Zielbildungsprozesses nicht nur von den individuellen Vorstellungen einzelner Interessengruppen, sondern auch entscheidend durch ihre Machtstellung beeinflußt.[6] Neben einer **Zielplanung** ist es zudem möglich, daß wesentliche Ziele einzelner Interessen-

---

1 Bodenmann, H., (1990), S. 126.

2 Vgl. zur Bedeutung einer Vision als Basis für die Festlegung genereller Unternehmungsziele z.B. Bleicher, K., (1992), S. 53 und 74 ff.; Kirsch, W., (1990), S. 438.

3 Vgl. z.B. Hahn, D., (1996), S. 17; Schmidt, R.-B., (1977), S. 116 ff.

4 Vgl. Hamel, W., (1992), Sp. 2636 und die Anmerkung von JENSEN: „Organizations do not have preferences, and they do not choose in the concious and rational sense that we attribute to people." Jensen, M. C., (1983), S. 327.

5 Vgl. Hahn, D., (1994), S. 61; Cyert, R. M., March, J. G., (1963), S. 27 f.; Kieser, A., Kubicek, H., (1992), S. 5 f.; Kirsch, W., (1990), S. 205 ff., ferner kritisch Staehle, W. H., (1994), S. 413 f.

6 Vgl. Heinen, E., (1984), S. 30.

gruppen, so beispielsweise der Eigenkapitalgeber, direkt als Unternehmungsziele vorgegeben werden (**Zielsetzung**).

Durch Ziele werden die Mitarbeiter einer Unternehmung aufgefordert, Aktionen unter Einsatz spezifischer Mittel durchzuführen, um so Zukunftsgrößen zu erreichen. Sie sind damit einerseits **Orientierungsgrößen** für das Entscheiden und Handeln in einer Unternehmung.[7] Auf der anderen Seite dienen Ziele als **Maßstab** zur Beurteilung von Zielerreichungsalternativen und ermöglichen mittels eines Soll-/Ist-Vergleichs die Feststellung des eingetretenen (Handlungs-) Erfolgs. Sie können dabei den Charakter von **Extremierungs-** oder **Satisfizierungszielen** haben, wobei letztere meist als **Nebenbedingungen** von Extremierungszielen festgelegt werden. Durch die Formulierung von Nebenbedingungen werden realisierbare bzw. zulässige Alternativen aus allen vorhandenen Alternativen herausgefiltert, aus denen dann im Sinne einer Extremierung die optimale Alternative ausgewählt wird.[8] So ist z.B. die Nebenbedingung Liquidität zu berücksichtigen, wenn die maximale Rentabilität als Extremierungsziel angestrebt wird.

6.2 Vision als Grundlage der generellen Sanierungszielplanung

6.2.1 Grundsätzliches

Durch eine **Vision** wird das **Zukunftsbild** beschrieben, das die oberste Führung einer Unternehmung über ihre zukünftige Entwicklung, ihren Zweck, ihre Ziele und über ihr Selbstverständnis hat.[9] Sie ist eine **inhaltliche Konkretisierung des Oberziels der Unternehmung** - Erhaltung und erfolgreiche Weiterentwicklung - mit **szenarischem Charakter** und beschreibt grundlegend ihre angestrebte Entwicklung.[10] Durch die herausfordernde Konkretisierung des obersten Unternehmungsziels besitzt sie idealerweise Aufforderungscharakter und sollte so die Identifikation und Motivation der Mitarbeiter erhöhen. Ferner kann sie eine konfliktvermeidende sowie integrierende Wirkung haben und vermindert auf diese Weise die Regelungsdichte der Planung, Steuerung und Kontrolle.[11] Durch die Beschränkung auf das Wesentliche besitzt sie

7 Vgl. Hahn, D., (1994), S. 60; Bleicher, K., (1992), S. 28; Heinen, E., (1976), S. 49 ff.; Heinen, E., (1984), S. 30; Kirsch, W., (1990), S. 205.

8 Vgl. Chmielewicz, K., (1970), S. 243.

9 Vgl. Hahn, D., (1994), S. 81; Henzler, H., (1988), S. 21.

10 Vgl. grundlegend Hahn, D., (1996), S. 19; Hax, A. C., Mailuf, N. S., (1991), S. 63 ff.; Bleicher, K., (1992), S. 84 ff.; Bleicher, K., (1994), S. 101 ff.; Henzler, H., (1988), S. 17 ff.; Widmer, R., (1988), S. 77.

11 Vgl. Henzler, H., (1988), S. 22; Rühli, E., (1990), S. 114.

einen hohen Erinnerungswert und kann im Unternehmungsalltag schnell ins Gedächtnis gerufen werden. Auf diese Weise findet eine Verankerung eines erwünschten Zukunftsbildes im Bewußtsein der Mitarbeiter statt und beeinflußt so kanalisierend ihr Entscheiden und Handeln.[12]

6.2.2 Bedeutung einer Vision im Rahmen einer Unternehmungssanierung

Bei der Formulierung einer **Sanierungsvision** geht es um das Entwerfen und die Verdeutlichung einer neuen **zentralen Unternehmungsidee**. Dafür bricht sie in der Regel vollständig mit der Vergangenheit und zeigt einen realisierbaren Weg zur Umkehrung der Ertragssituation auf.[13] Sie veranschaulicht plastisch den Unternehmungscharakter nach einer erfolgten Sanierung und ist in ihrer fundamentalen Bedeutung vergleichbar mit dem zentralen Zukunftsbild bei einer Unternehmungsgründung.

Im **Sanierungsprozeß** kann einer Sanierungsvision eine zentrale **Kommunikationsfunktion** zukommen. Sie konkretisiert dabei z.B. für die Mitarbeiter die angestrebte Unternehmungszukunft und dient als Begründungsbasis bei der Durchsetzung unpopulärer Maßnahmen.[14] Aufgrund ihrer Einfachheit eignet sie sich zudem in besonderer Weise als Kommunikationsinstrument für unternehmungsexterne Interessengruppen. Die Sanierungsvision sollte dafür möglichst viele Interessengruppen ansprechen. So kann z.B. ein investororientierter Wertbezug dadurch hergestellt werden, indem angestrebt wird, die Unternehmung nach einer erfolgreichen Sanierung an die Börse zu bringen.[15]

Grundsätzlich ist in allen sozialen Systemen zu beobachten, daß die Unsicherheit und Desorientierung der Systemmitglieder um so größer ist, je umfassender und unvorhersehbarer der Systemwandel ist. Da aufgrund umfassender Strukturänderungen eine Orientierung am gegenwärtigen Systemzustand kaum möglich ist, kann die Sanierungsvision hier eine **Orientierungs-**

---

[12] Vgl. dazu auch Bleicher, K., (1994), S. 110.

[13] Vgl. Coenenberg, A. G., Fischer, T. M., (1993), S. 5. Vgl. grundlegend zur Bedeutung einer Sanierungsvision Hinterhuber, H., Krauthammer, E., (1989), S. 28; Hinterhuber, H., Popp, W., (1994), S. 124; Bodenmann, H., (1990), S. 126; Bierach, B., (1994), S. 80 ff.; Schweizer, R. W., (1990), S. 287 f.; Pümpin, C., Prange, J., (1991), S. 177 f.; Zwick, A., (1992), S. 110 ff.; Groß, P. J., (1988), S. 157; Antrecht, R., (1995), S. 83 sowie Metallgesellschaft, (1995), S. 25 ff.

[14] Vgl. dazu z.B. das Sanierungsleitbild der METALLGESELLSCHAFT: „Abschneiden, ohne zu sagen warum, geht nicht." Metallgesellschaft, (1995), S. 26.

[15] Vgl. z.B. Zwick, A., (1992), S. 115 ff.

funktion übernehmen. Im Rahmen einer Unternehmungssanierung besteht eine wichtige Aufgabe zudem darin, eine Aufbruchstimmung zu erzeugen und die Chancen einer erfolgreichen Krisenbewältigung herauszustellen. Da die Leistungsfähigkeit einer Organisation in hohem Maß von Erwartungen abhängt, werden Fehlschläge wahrscheinlicher, wenn von den Mitarbeitern Fehlschläge erwartet werden.[16] Die Vision soll dagegen der erste Schritt sein, eine durch ständige Mißerfolge erzeugte Stimmungskrise und Lethargie zu überwinden und als Initialzündung und Ausgangspunkt für eine Unternehmungssanierung dienen.

6.2.3 Generierung und Vermittlung einer Vision im Rahmen einer Unternehmungssanierung

Allgemeingültige Aussagen zur Generierung einer Sanierungsvision sind nur eingeschränkt möglich.[17] Grundsätzlich lassen sich jedoch zwei Fälle danach unterscheiden, ob die Sanierungsvision **autonom gesetzt** oder **systematisch abgeleitet** wird.

Im Regelfall haben Investoren oder die bedeutendste Führungskraft bereits im Vorfeld einer Unternehmungssanierung klare Zukunftsvorstellungen über die langfristige Unternehmungsentwicklung. Gerade die bei Unternehmungssanierungen benötigten starken Führungspersönlichkeiten sollten fähig sein, eine Sanierungsvision zu entwerfen. Sie steht auf diese Weise oftmals unter dem prägenden Einfluß eines Investors und/oder einer Führungskraft, die als „charismatischer Leader“ die Sanierungsvision entwickelt.[18] Die **zweite Möglichkeit** zur Generierung einer Sanierungsvision besteht darin, daß (potentielle) Investoren gemeinsam mit der oder den obersten Führungskräften als **(Visions) Team** systematisch ein angestrebtes Zukunftsbild für die akut krisenhafte Unternehmung entwickeln.[19]

So wird die Sanierungsvision einerseits durch die **Unternehmungsphilosophie** beteiligter Führungskräfte und andererseits durch die Risikohaltung und damit durch die **Investorenphilosophie** beteiligter Investoren beeinflußt.[20] Bei der Formulierung einer Sanierungsvision

16 Vgl. Starbuck, W. H., Nystrom, P. C., (1995), Sp. 1390 f.

17 Vgl. Hinterhuber, H., Krauthammer, E., (1989), S. 28; Widmer, R., (1988), S. 78.

18 Vgl. grundlegend zu diesem Merkmal einer Vision z.B. Henzler, H., (1988), S. 19 und 21; Hinterhuber, H. (1992), S. 45 f.

19 Vgl. Hinterhuber, H. H., Krauthammer, E., (1989), S. 29 f.

20 Vgl. dazu das Beispiel der GEORGSMARIENHÜTTE GmbH, Osnabrück bei Bierach, B., (1994), S. 80.

muß es sich gleichwohl keinesfalls um einen einmaligen Vorgang handeln. Wird in der nachgelagerten generellen Sanierungszielplanung und der strategischen Sanierungsplanung deutlich, daß die Sanierungsvision unrealistisch ist oder die Ziele maßgeblicher Interessengruppen nicht verwirklicht werden können, so muß sie aufgegeben werden.

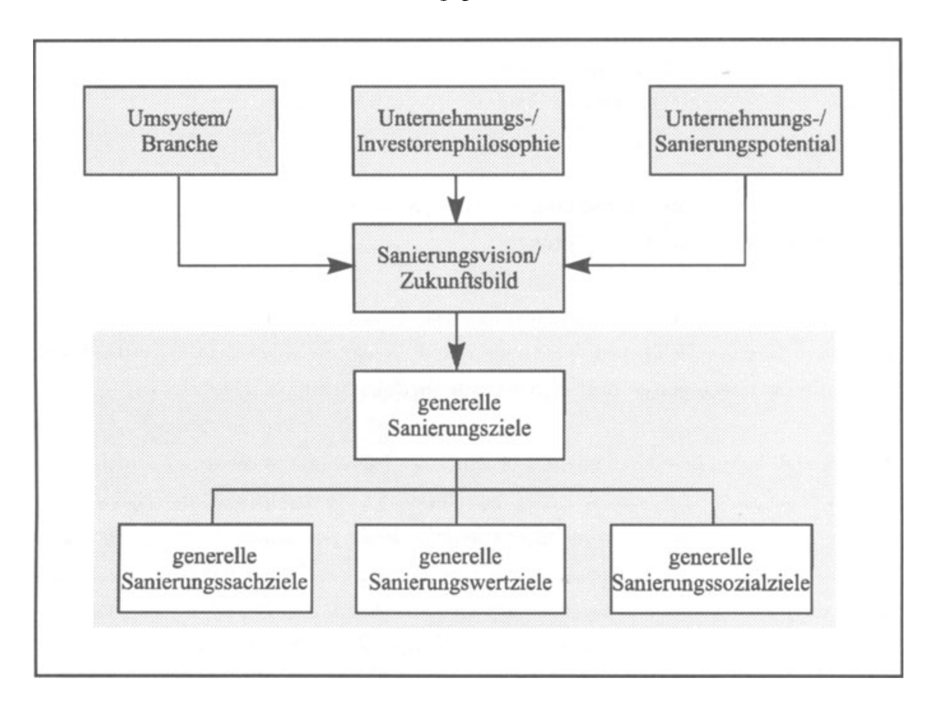


Abbildung 6.1: Sanierungsvision als Basis der generellen Sanierungszielplanung

Um wirken zu können, muß die Vision **kommuniziert** werden. Der besondere Charakter und die herausgehobene Bedeutung, die der Sanierungsvision zukommt, sollte sich in der Wahl geeigneter **Kommunikationsträger** und **-mittel** widerspiegeln.[21] Grundsätzlich bieten sich für die Kommunikation bzw. Vermittlung der Sanierungsvision verschiedene Optionen an, wobei die **Vermittlung durch die obersten Führungskräfte** die bedeutendste sein dürfte. Sie sind die wichtigsten Kommunikationsträger der Sanierungsvision und sollten als **Visionsmultiplikatoren** nach innen und außen wirken. Gesprächen mit den Führungskräften der Unternehmung und eine zu leistende Überzeugungsarbeit kommt hier eine Schlüsselstellung zu, wobei die herausragende Bedeutung der Sanierungsvision z.B. durch die Nutzung spezieller Dar-

21 Vgl. Bleicher, K., (1994), S. 111.

stellungsformen, Medien und symbolträchtige Gesten unterstrichen werden kann.[22] Neben der Vermittlung durch die obersten Führungskräfte bietet sich an, die Sanierungsvision durch ein konkretisierendes **Sanierungsleitbild** zu vermitteln, das die Essenz der qualitativ-generellen Sanierungsziele beinhaltet[23] und ein weitaus größeres Interessentenspektrum erreichen kann. Ihr kann die Sanierungsvision als eine Art Präambel vorangestellt sein.[24]

6.3 Planung genereller Ziele im Rahmen einer Unternehmungssanierung

6.3.1 Grundsätzliches

Generelle Sanierungsziele drücken die individuellen Ziele der verschiedenen Interessengruppen einer Unternehmungssanierung **auf hohem Aggregationsniveau** aus. Sie werden z.T. direkt von diesen Gruppen gesetzt oder sind das Ergebnis eines Zielbildungsprozesses, in den die Vorstellungen dieser Gruppen eingebracht werden. Damit konkretisieren sie ihr oberstes Ziel für eine Unternehmungssanierung, d.h. die Erhaltung der Unternehmung als rechtlich selbständige Wirtschaftseinheit. Eine dafür notwendige Wiederherstellung der Ertragskraft sowie die Wiedergewinnung bzw. Erhaltung der Liquidität als unabdingbare Voraussetzungen einer Unternehmungssanierung sind jedoch nicht ausreichend, um als Handlungsanweisung für nachfolgende Planungskomplexe der Sanierungsplanung genutzt zu werden. Vielmehr müssen die Ziele der Sanierungsplanung soweit differenziert und operationalisiert werden, daß sie als operationale Handlungsziele dienen können.

Zu diesem Zweck können Sanierungsziele in Form **genereller Sanierungssach-**, **Sanierungswert-** und **Sanierungssozialziele** spezifiziert werden, die dann weiter zu operationalisieren sind.[25] Sie können sich auf den **Sanierungsprozeß** beziehen oder definieren zukünftig **angestrebte Zustände der Unternehmung nach einer erfolgten** und erfolgreichen **Sanierung**. Letztere beschreiben fundamentale Leitlinien und Grundsätze, die auf Dauer den Handlungsrahmen für die Aktivitäten der Unternehmung abstecken, und legen Mindestansprüche hinsichtlich des Unternehmungserfolges fest. Es handelt sich damit um eine Neuformulierung der generellen Unternehmungsziele, die in Bedeutung und Umfang mit der Zielplanung bei der

22 Vgl. z.B. Müller-Stewens, G., (1994), S. 28.

23 Vgl. Peemöller, V. H., Weigert, S. J., (1995), S. 2314 f.; Burkhardt, K., Sager, O., (1994), S. 42; Reutner, F., (1991), S. 123 f.; Dörner, D., (1992), S. 224 f.

24 Vgl. allgemein Bleicher, K., (1992b), S. 27.

25 Vgl. Krystek, U., (1985), S. 72; Krystek, U., (1987), S. 219.

Unternehmungsgründung zu vergleichen ist. Generelle Sanierungsziele, die sich auf den Sanierungsprozeß beziehen, sind dagegen besonders in Form von **Sozial- und Zeitzielen** bedeutsam. Während Sanierungssozialziele grundlegende Vorgehensweisen in bezug auf die Mitarbeiter und das gesellschaftlich-soziale Umfeld beschreiben, ergibt sich die Relevanz von Zeitzielen aus der besonderen Situation einer Unternehmungssanierung: Diese erfolgt typischerweise unter hohem Zeitdruck und eine Unternehmungsliquidation ist umso unwahrscheinlicher, je schneller Sanierungsmaßnahmen umgesetzt werden können.[26] Deshalb ist ein Zeitplan - z.B. in Form von Meilensteinen - stets Bestandteil eines Sanierungsplanes.

Im Rahmen der Sanierungszielplanung müssen die involvierten Interessengruppen ein grundlegendes Einvernehmen erlangen. Nur dann ist die Voraussetzung gegeben, daß die Umsetzung der Sanierungsplanung von allen Beteiligten getragen wird.[27] Zu diesem Zweck sind die maßgeblichen **Interessengruppen** am Sanierungszielplanungsprozeß zu **beteiligen**, damit die Planungen später nicht angepaßt werden müssen. Die Einbeziehung der Vertreter der Interessengruppen ist zudem auch deshalb von großer Relevanz, weil diese Personen später den **Sanierungsplan unterstützen** und **verantworten** müssen.

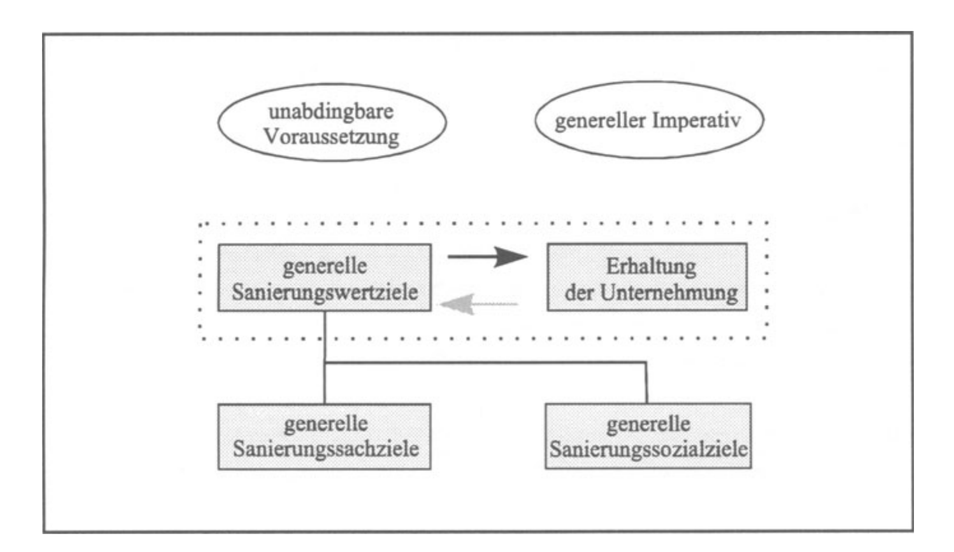


Abbildung 6.2: Generelle Ziele für eine Unternehmungssanierung

26 Vgl. dazu auch S. 89 dieser Arbeit.

27 Vgl. Schimke, E., (1985), S. 29.

Die Sanierungszielplanung hat für den Sanierungsplanungsprozeß eine **originäre Bedeutung**, da eine Beurteilung von Sanierungsstrategien und -maßnahmen von den zugrundegelegten Sanierungszielen abhängt. Deshalb kann die Auswahl von Zielerreichungsstrategien und -maßnahmen nur so qualifiziert sein, wie es die Qualität der Zielsetzung erlaubt. Die Güte der nachgelagerten Zielerreichungsplanungen ist damit direkt von der Qualität der Zielplanung abhängig. Generelle Sanierungsziele sind gleichwohl von unterschiedlicher Relevanz: Keine Unternehmung wird zur Erreichung von Sachzielen fortgeführt. Zudem werden die Kapitalgeber in aller Regel keine weiteren Mittel zur Verfügung stellen, falls sie nicht ihre Mindestanforderungen in Form von Sanierungswertzielen erreichen können. Die Realisierbarkeit spezifischer (Mindest)-Ergebnis- und Liquiditätsziele ist demnach unabdingbare Voraussetzung für eine Unternehmungserhaltung.[28] Nur dann besteht im Regelfall die Chance für die Erreichung (freiwilliger) sozialer Ziele, insbesondere auch die langfristige Erhaltung von Arbeitsplätzen.

Weiter ist zu unterscheiden, ob eine Planung genereller Sanierungsziele außerhalb oder im Rahmen eines insolvenzrechtlichen Verfahrens erfolgt. **Außerhalb eines insolvenzrechtlichen Verfahrens** ergeben sich generelle Sanierungsziele einerseits durch Setzung spezifischer Mindestziele. Sie sind andererseits z.T. das Ergebnis eines Zielbildungsprozesses alter und neuer Eigenkapitalgeber, der obersten Unternehmungsführung, von Mitarbeitervertretern sowie den Gläubigern, insb. kreditgebender Banken. Generelle Sanierungsziele haben deshalb in aller Regel Kompromißcharakter.[29]

Im Rahmen eines gerichtlichen Insolvenzverfahrens besteht dagegen das Oberziel de jure darin, eine höchstmögliche Gläubigerabfindung sicherzustellen (§ 1 Satz 1 InsO). Wenn dieses Ziel nicht durch eine Fortführung der Unternehmung erreicht werden kann, so ist ihre Liquidation einzuleiten. Insofern müssen alle anderen Ziele dieses Oberziel berücksichtigen bzw. unterstützen, um die Fortführung der Unternehmung zu gewährleisten.

28 Vgl. Reutner, F., (1991), S. 144.

29 Vgl. Krystek, U., (1991), S. 333.

6.3.2 Planung von generellen Wertzielen im Rahmen einer Unternehmungssanierung

Generelle Wertziele definieren das angestrebte monetäre Ergebnis unternehmerischen Handelns. Zu diesem Zweck werden angesteuerte Ergebnisgrößen (Unternehmungskapitalwert, Gewinngrößen, Rentabilitätsgrößen), Ergebniskomponenten (Erlösgrößen, Kostengrößen) sowie generell notwendige Liquiditätsgrößen fixiert.[30] **Generelle Sanierungswertziele** sollten grundlegender Bestandteil eines jeden Sanierungsplans sein. Sie können auf verschiedenen Ebenen der Unternehmung in verschiedenen Detaillierungsgraden formuliert werden.[31] Angestrebte **Liquiditäts-** sowie **Ergebnisgrößen und -komponenten** werden dabei **bewußt global** formuliert. Eine weitere Operationalisierung von Ergebnis- und Liquiditätszielen erfolgt im Rahmen der Ergebnis- und Finanzplanung in Form von Planbilanzen, Plangewinn- und Verlustrechnungen sowie einer detaillierten Liquiditätsplanung.[32] In diesem Rahmen wird z.B. auch die detaillierte Planung eines typischen generellen Sanierungswertzieles vorgenommen: der Rückführung des Verschuldungsgrades der Unternehmung.

Die generelle Sanierungswertzielplanung hat im Rahmen der Sanierungs(ziel)planung den Charakter einer **Primärplanung**.[33] Sie ist damit Ausgangspunkt sowohl der Planung genereller Sanierungssach- und Sanierungssozialziele als auch der strategischen Sanierungsplanung und beherrscht in mehrfacher Weise nachgelagerte Sanierungsplanungsprozesse. Als **Liquiditätszielplanung** schränkt sie den Ziel- und Alternativenraum oft entscheidend ein. Dies bedeutet, daß vielfach Sach-, Sozial- und Handlungsziele sowie Zielerreichungsalternativen deshalb ausscheiden, da die benötigten Finanzmittel nach ihrer Höhe und zeitlichen Struktur zur Illiquidität der Unternehmung führen würden. Auch als **Ergebniszielplanung** dominiert sie den Sanierungsplanungsprozeß: Die mögliche Realisierbarkeit eines Fortführungswertes, der größer ist als der Liquidationswert der Unternehmung, ist die Voraussetzung für eine Initiierung weiterer Planungsprozesse.

Als vorzugebende Erfolgsgrößen bieten sich vornehmlich **zahlungsstromorientierte Größen** an, da sie weniger von buchhalterischen Konventionen beeinflußt werden, als dies bei Auf-

---

30 Vgl. Hahn, D., (1994), S. 61.

31 Vgl. Seidemann, R. S., Sands, D. A., (1991), S. 62.

32 Vgl. Baur, W., (1979), S. 93.

33 Vgl. zum Begriff der Primärplanung Hahn, D., (1996), S. 82 f.

wands- und Ertragsgrößen der Fall wäre. So eignen sich Cash-flow-Größen oder diskontierte Cash-flow-Größen bzw. Kapitalwertgrößen, ggf. bezogen auf einzelne Unternehmungsbereiche, als ergebnisorientierte generelle Sanierungswertziele. Daneben können auch operative Erfolgsgrößen wie das angestrebte Betriebsergebnis vorgegeben werden. Ausgehend von Sachzielen, d.h. vom angestrebten Tätigkeitsfeld der Unternehmung, sind angestrebte **Umsätze** nach einer Unternehmungssanierung aufzuzeigen. Abgeleitet von diesen geplanten Umsätzen ergeben sich **Kostenziele** bzw. **Kostensenkungsziele** für die Unternehmung. Diese können beispielsweise nach einzelnen Funktionen oder nach einzelnen Geschäftsfeldern bzw. nach Organisationseinheiten genauer ausgeführt werden.

Kostensenkungsziele werden **in der Praxis** oftmals im Zusammenhang mit wichtigen operativen Verbesserungsmaßnahmen formuliert. Sie beziehen sich dabei auf die wichtigsten Kostenarten, so z.B. im Zusammenhang mit Personalanpassungen oder Neuverhandlungen der Verträge mit Zulieferern.[34] Daneben können Kosten- und Aufwandsziele für den Sanierungprozeß formuliert werden. Hier sind z.B. Sozialplanaufwendungen oder Aufwendungen beim Anlauf einer umgestalteten Organisation zu nennen. Kostensenkungsziele können aufgrund ihrer (teilweisen) Liquiditätswirksamkeit auch im Zusammenhang mit **Liquiditätszielen** formuliert werden.

In akuten Unternehmungskrisen haben Liquiditätsziele **kurzfristig** Vorrang vor Erfolgszielen, da von ihrer Nichterreichung die größten Risiken für die Unternehmungserhaltung ausgeht. **Mittel- und langfristig** gesehen sind Liquiditätsziele Nebenbedingungen von höchster Existenzbedeutung für die Erreichung von Ergebnis- bzw. Rentabilitätszielen. Mit der Formulierung von Liquiditätszielen wird eine Konkretisierung des Postulats der Erhaltung der Zahlungsfähigkeit oder der Überwindung von Zahlungsschwierigkeiten vorgenommen. So kann als Teilziel die Schaffung einer Liquiditätsreserve vorgesehen werden[35] oder es wird eine Verbesserung der Beziehungen zu Banken und anderen Gläubigern angestrebt. Dafür sind diese maßgeblichen Interessengruppen bereits frühzeitig in den Sanierungsplanungsprozeß einzubeziehen. Auch im Rahmen eines insolvenzrechtlichen Verfahrens muß die Liquidität der Unternehmung wiederhergestellt oder erhalten werden. Das neue deutsche Insolvenzrecht sieht jedoch nur eine beschränkte Bevorrechtigung von Insolvenzkrediten vor.

---

34 Vgl. z.B. den Sanierungsplan der FAG Kugelfischer: FAG Kugelfischer, (1993), o. S.

35 Vgl. Krystek, U., (1987), S. 219.

6.3.3 Planung von generellen Sachzielen im Rahmen einer Unternehmungssanierung

Sachziele stehen in einem Mittel/Zweck-Verhältnis zu den generellen Wertzielen. Bei der Formulierung von generellen Sanierungssachzielen geht es auf hohem Aggregationsniveau grundsätzlich um das Abstecken des **Leistungsprogramms** hinsichtlich Art und Umfang nach einer erfolgten Unternehmungssanierung. Das bedeutet, es erfolgt eine Neubestimmung zu bearbeitender Märkte, avisierter Kunden, Konkurrenten und Leistungen und damit die Beantwortung der Frage „welche Leistungen und/oder welche Problemlösungen sollen am Markt angeboten werden?."[36] Zudem kann eine Sanierungszielplanung im Hinblick auf zu lösende Probleme, d.h. in einem engen Zusammenhang mit den Krisenursachen bzw. ihrer Beseitigung erfolgen.

Die Planung genereller Sachziele im Rahmen einer Unternehmungssanierung sollte deshalb vorgenommen werden, da nur auf der Basis einer klaren Definition zukünftiger Tätigkeitsfelder in den nachgelagerten Planungskomplexen eine Gestaltung der Erfolgspotentiale der Unternehmung erfolgen kann. Andernfalls ist die Gefahr groß, daß „am falschen Ende gespart wird."[37] Dies bedeutet, daß nur auf dieser Grundlage eine Umgestaltung der Wertschöpfungskette erfolgen kann. Nur so ist z.B. eine Definition wertsteigernder Kernaktivitäten oder der Abbau von Randaktivitäten möglich. Im Rahmen der Formulierung des Leistungsprogramms erfolgt in aller Regel eine grundlegende Neudefinition der Tätigkeitsfelder und Branche(n) der Unternehmung. Ihre Festlegung wird zum einen von den vorhandenen Unternehmungsressourcen und -kompetenzen und zum anderen von der Einschätzung der Branchensituation beeinflußt.

Ansatzpunkte können ferner Produkt- und Programmanalysen mit Lebenszykluskonzepten sowie Programmstrukturanalysen bieten, die Informationen über die Alters-, Umsatz-, Kunden- sowie Deckungsbeitragsstruktur des vorhandenen Leistungsprogramms zur Verfügung stellen. Restriktionen ergeben sich dagegen i.d.R. aus den Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmung. Deshalb wird fast immer eine Auswahl bisheriger Tätigkeitsbereiche vorgenommen und damit gleichzeitig eine (Vor)Entscheidung über zu desinvestierende Aktivitäten und Geschäftsfelder getroffen. Die Neufestlegung des Leistungsprogramms geschieht **in der Praxis** auch in

---

[36] Wegmann, J., (1987), S. 297.

[37] Vgl. dazu z.B. Deutsch, C., (1993), S. 36 f.

Form angestrebter Problemlösungs- oder Technologie(kern)kompetenzen, z.B. „Betätigung auf den Gebieten der Lagertechnik, Näh- und Fördertechnik.“[38] Dabei kann bereits die vielfach benötigte, völlig neue Sicht (Paradigmenwechsel) deutlich gemacht werden, auf welche Weise Kundenprobleme zukünftig gelöst werden sollen.[39] Auch **Sanierungssachziele** werden damit **bewußt global formuliert**. Eine weitere Konkretisierung findet dagegen im Rahmen der strategischen Sanierungsplanung statt.

6.3.4 Planung von generellen Sozialzielen im Rahmen einer Unternehmungssanierung

Im Zentrum von Sanierungssozialzielen stehen die **Mitarbeiter**, da diese von Unternehmungssanierungen unmittelbar betroffen sind. Die Sozialziele einer Unternehmung können auf der Basis des Ansatzes von HERZBERG in **Erhaltungs-** und **Entfaltungsziele** unterteilt werden.[40] Obwohl eine erfolgreiche Unternehmungssanierung auch die Mitarbeiterzufriedenheit als grundlegendes Entfaltungsziel erhöhen dürfte, dominieren im Rahmen von Unternehmungssanierungen gleichwohl deutlich die Erhaltungsziele. Es geht vor allen Dingen um die Frage, ob und in welcher Höhe ein Arbeitsplatzabbau vorgenommen werden muß und auf welche Weise dies erfolgen soll. In diesem Rahmen können beispielsweise Problemlösungs- und Entscheidungsprinzipien fixiert werden, ob primär von Vorruhestandsregelungen Gebrauch gemacht werden soll, ob ausscheidende Führungskräfte durch eine Outplacementberatung unterstützt werden sollen oder wie eine soziale Auswahl der freizusetzenden Mitarbeiter erfolgen kann.

Auch Vorstellungen hinsichtlich der Ausgestaltung von Sozialplänen und Grundsätze der Informationspolitik gegenüber dem Betriebsrat und den Mitarbeitern sollten bereits als generelle Sanierungssozialziele festgelegt werden. Daneben ist es möglich, Zielvorgaben über die Verhaltensweisen der Unternehmung gegenüber der Öffentlichkeit während und nach der Sanierung zu fixieren.[41] Einer hohen sozialen Verantwortung unterliegen Unternehmungssanierungen nicht nur gegenüber den Mitarbeitern, sondern auch gegenüber der Wirtschaft und Gesellschaft insgesamt. So gehen Unternehmungen mit einer hohen Beschäftigtenzahl, womöglich in struk-

---

38 Vgl. z.B. FAG Kugelfischer, (1993), o. S.

39 Burkhardt, K., Sager, O., (1994), S. 42.

40 Vgl. Hahn, D., Link, J., (1975), S. 66.

41 Vgl. Schröder, J., (1985), S. 143 f.; Krystek, U., (1987), S. 221.

turschwachen Regionen beheimatet, auch eine soziale Verpflichtung ein. Der hieraus resultierenden Verpflichtung kann die generelle Sanierungssozialzielplanung Ausdruck verleihen.

Sozialziele beeinflussen die nachgelagerten Zielerreichungsplanungen nicht nur durch freiwillige Ziele, sondern vielmehr durch gesetzlich formulierte Anforderungen. Diese stellen im Rahmen einer Unternehmungssanierung aus der Sicht von Investoren zwar Nebenbedingungen dar, können jedoch auch über ein gesetzliches Mindestmaß hinaus verfolgt werden. Die Planung von Sanierungssozialzielen kann aber auch die Leistungsbereitschaft der Mitarbeiter fördern und Akzeptanzprobleme und Veränderungswiderstände abbauen helfen. Gelingt auf diese Weise eine Akzeptanzsteigerung der Sanierungsmaßnahmen, dann scheinen auch die generellen Sanierungswertziele eher erreichbar zu sein.

Daneben besteht die Möglichkeit, daß Sozialziele als primäres Sanierungsziel verfolgt werden, wenn die Unternehmung maßgeblich zur Sicherung bestehender Arbeitsplätze erhalten werden soll. So wurde z.B. von der Treuhandanstalt bei der Einrichtung ihrer Management KG's eine solche Zielrichtung verfolgt. Neben einer Veräußerung und Wertsteigerung sollte „sozialer Wert" geschaffen werden, indem eine möglichst hohe Zahl an Arbeitsplätzen erhalten werden sollte. Dieser geschaffene soziale Wert wurde auch als Grundlage für die Gestaltung eines Führungskräfte-Anreizsystems herangezogen.[42]

42 Vgl. dazu auch Kapitel 7.5 dieser Arbeit.

„...compensation policy played an integral role in many successfful corporate turnarounds, with highly unusual and innovative compensation plans...“[1]

7. Planung eines Führungskräfte-Anreizsystems im Rahmen einer Unternehmungssanierung

7.1 Grundsätzliches

Auf Planungsaufgaben, die eine strategische Sanierungsplanung umfassen kann, wurde bereits in Kapitel 3.2.2 grundlegend eingegangen. Welche dieser Planungsaufgaben zu bewältigen sind, hängt von den jeweiligen spezifischen Krisen- und Unternehmungsmerkmalen ab. Deshalb diskutiert dieses Kapitel lediglich jene Planungsaufgabe, die einen direkten Wertbezug aufweist und die darüber hinaus eine Ableitung allgemeingültiger Aussagen zuläßt. Betrachtet werden soll deshalb die **Planung eines Führungskräfte-Anreizsystems für die oberste Unternehmungsführung** im Rahmen einer Unternehmungssanierung. Sie ist **Teil der strategischen Sanierungsplanung**, die sich als sog. Zielerreichungsplanung an die Planung genereller Sanierungsziele anschließt. Ihre Ergebnisse müssen sich demzufolge an den generellen Sanierungszielen messen lassen und zu ihrer Erreichung beitragen.

Die Wichtigkeit eines hochmotivierten Managements kann für Unternehmungssanierungen nicht überschätzt werden. Das Leistungs**verhalten** der Führungskräfte wird einerseits geprägt durch ihre Leistungs**fähigkeit**; andererseits ist das Leistungsverhalten abhängig von ihrer Leistungs**bereitschaft**. Zur Beeinflussung der Leistungsbereitschaft dienen **Anreize**, die für eine **Harmonisierung der Interessen** der Unternehmung bzw. ihrer Eigentümer mit den Interessen der Führungskräfte sorgen und das **Leistungspotential der Führungskräfte ausschöpfen** sollen.

Unter einem **Anreizsystem** versteht man „die Summe aller für einen Mitarbeiter relevanten, also **nutzenstiftenden**, von der Unternehmung gewährten **Anreize** und die ihre Zuteilung auslösenden und steuernden **Bezugsgrößen**.“[2] Zudem stellen Anreizsysteme einen **funktionellen Zusammenhang** zwischen der Bezugsgröße und der Höhe der gewährten Anreize her, da Anreize nur dann wirken können, wenn eine klare Beziehung zwischen einer in Aussicht gestellten Belohnung und der erwarteten bzw. gewünschten Leistung besteht.[3] Aus den oben genannten generellen Zielen von Anreizsystemen folgen die **Anforderungen**, denen sie genügen müssen.

1 Gilson, S. C., Vetsuypens, M. R., (1993), S. 82.

2 Hüttemann, H. H., (1993), S. 197. Im Original mit anderen Hervorhebungen.

3 Vgl. Hagen, R., (1985), S. 132.

Sie sollten in erster Linie markt-, anforderungs-, leistungs- und sozialgerecht, transparent in ihrem Aufbau sowie flexibel und damit individualisierbar in ihrer Anwendung sein. Für die Unternehmung ist ferner von herausragender Bedeutung, daß das Anreizsystem dem Wirtschaftlichkeitsprinzip Rechnung trägt.[4] Anreizsysteme unterscheiden sich nach der **Art der bereitgestellten Anreize** (Anreizobjekt) sowie nach der **Art und dem Umfang der Gewährung** von Anreizen (funktionale Beziehung). So können die von der Unternehmung bereitgestellten Anreize materieller und/oder immaterieller Art sein und umfassen typischerweise neben einer Grundversorgung aus einem fixen Entgelt sowie sachlichen und sozialen Zusatzleistungen verschiedene variable Entgeltanteile.

Als **Bezugsgrößen** für diesen variablen Entgeltanteil kommen zunächst die **Erreichung vereinbarter operativer** und **strategischer Ziele** sowie **persönliche Arbeitsziele** in Frage.[5] **Operative Ziele** können z.B. jährliche Kosteneinsparungen oder, differenziert nach Teilkategorien, die qualitäts-, kosten- und zeitgerechte Erreichung wichtiger Sanierungs-Meilensteine sein, die als Grundlagen für die Gewährung von Prämien herangezogen werden. Die **strategischen Ziele** ergeben sich vorwiegend aus der Geschäftsfeldplanung. Als Erfolgsmaßstab kann in diesem Zusammenhang z.B. das Ergebnis oder der Cash-flow (Beitrag) der Geschäftseinheit bzw. der Unternehmung dienen. Daneben können **persönliche Arbeitsziele** mit der Führungskraft vereinbart werden. Zusätzlich kommen **Ziele der jeweils übergeordneten organisatorischen Einheiten** als Bezugsgrößen für die variable Vergütung in Frage. Hier sind insbesondere Cash-flow-Größen als dem Unternehmungswert vorgeschaltete Größen als mögliche Bezugsgrößen denkbar. Zudem besteht bei an der Börse gehandelten Aktiengesellschaften die Möglichkeit, den Börsenwert als denjenigen Erfolgsmaßstab heranzuziehen, der den Eigentümerinteressen vollständig entspricht.[6]

In den USA wird der große Anteil, den diese Vergütungsform am Gehalt der Top-Manager hat, als Schlüssel für die Stärke der US-amerikanischen Unternehmungen in vielen Branchen gesehen. Jedoch wird auch kritisiert, daß damit Anreize für eine kurzfristige Denkweise und eine übermäßige Reduzierung der Mitarbeiter gegeben würden, so daß Führungskräfte ihr Einkommen auf dem Rücken der Mitarbeiter steigern könnten.[7]

---

4 Vgl. hierzu Becker, F. G. (1990), S. 19ff.; Hahn, D., Willers, H. G., (1990), S. 495 ff.; Hax, A. C., Mailuf, N. S., (1991), S. 239 ff.; Laux, H., (1988), S. 24 ff.

5 Vgl. z.B. Bleicher, K., (1992a), S. 19 ff.; Hahn, D., Willers, H. G., (1990), S. 496 ff.

6 Vgl. Hüttemann, H. H., (1993), S. 202.

7 Vgl. z.B. Baker, M., (1995), 12.

7.2 Besonderheiten und Anforderungen an ein Führungskräfte-Anreizsystem im Rahmen einer Unternehmungssanierung

Die Vergütungen bekannter Krisenmanager wie Kajo NEUKIRCHEN in Deutschland und seinem US-amerikanischen Pendant Albert DUNLAP haben in der Öffentlichkeit beträchtliche Aufmerksamkeit erhalten. Die Abfindung NEUKIRCHENS nach seinem Ausscheiden bei der HOESCH AG wurde als „Lehrstück für den moralischen Verfall im deutschen Top-Management“[8] bezeichnet. DUNLAP behauptete, für sein weniger als 2 Jahre dauerndes Engagement bei SCOTT PAPER Company einhundert Millionen Dollar erhalten zu haben, was in der Öffentlichkeit teilweise sehr kritisch kommentiert wurde.[9] Hier wurde in erster Linie gefragt, ob DUNLAP eine langfristige Gesundung von SCOTT PAPER einleitete oder, um seine Aktienoptionen lukrativ ausüben zu können, nur kurzfristig das Ergebnis dadurch erhöhte, indem die Zahl der Mitarbeiter radikal vermindert und Investitionen drastisch gekürzt wurden:[10] *"Dunlap didn't create value. He redistributed income from the employees and the community to the shareholders.*“[11]

Auch wenn ihre Ausgestaltung kontrovers diskutiert wird, so dürfte doch außer Frage stehen, daß **Führungskräfte-Anreizsysteme** für den Erfolg von Unternehmungssanierungen **eine zentrale Bedeutung** haben. GILSON/VETSUYPENS kommen in einer Studie zum Ergebnis: *„We ... found evidence that compensation policy played an integral role in many successful corporate turnarounds.*“[12] Die Vergütungspolitik kann dabei die Erhaltung und Schaffung von Unternehmungswert unterstützen, indem der Sanierungsprozeß beschleunigt wird und die Führungskräfte ihr Leistungspotential vollständig ausschöpfen.

Im Rahmen von Unternehmungssanierungen besteht das prinzipielle **Dilemma**, daß einerseits von den Mitarbeitern und Führungskräften ein besonders **hohes Maß an Einsatz**, Motivation, Risikobereitschaft, Streßtoleranz und Engagement verlangt werden muß. Diesen Anforderungen stehen jedoch andererseits in aller Regel nur äußerst **begrenzte Möglichkeiten zur Anreiz-**

---

8 o.V., (1994d), S. 8.

9 Vgl. Byrne, J. A., (1996), S. 56 und Lublin, J. S., Lipin, S., (1995), S. B4. Vgl. zu DUNLAPS Vergütungspaket Kapitel 7.2.4 dieser Arbeit.

10 Vgl. Byrne, J. A., (1996), S. 56.

11 Capelli, P. D., (1996). Zitiert in Byrne, J. A., (1996), S. 58.

12 Gilson, S. C., Vetsuypens, M. R., (1994), S. 82. Vgl. zur Bedeutung auch Töpfer, A., (1985), S. 77; Wegmann, J., (1987), S. 303.

gewährung gegenüber. Dies birgt die Gefahr der **Negativselektion**: Besonders qualifizierte Fach- und Führungskräfte verlassen die Unternehmung, was zwangsläufig zu einer Verschärfung der Unternehmungskrise führen und die Chance für ihre Existenzsicherung und erfolgreiche Weiterentwicklung nachhaltig vermindern muß.

Oftmals findet in akuten Unternehmungskrisen auch ein **umfassender Wechsel der Unternehmungsführung** statt. Führungskräfte, die für die Krise verantwortlich gemacht werden, müssen empfindliche Einkommenseinbußen hinnehmen oder werden ersetzt.[13] Die Unternehmung muß deshalb in der Lage sein, hervorragende Führungskräfte zu attrahieren und binden zu können. Vielfach müssen diese Führungskräfte von anderen Unternehmungen abgeworben oder spezialisierte Krisenmanager gewonnen werden. Um Top-Führungskräfte zu einem Wechsel zu einer akut krisenhaften Unternehmung bewegen zu können, muß gleichwohl ein **Gehaltspremium** gezahlt werden.[14] Dies liegt zum einen daran, daß sie das **Risiko eingehen**, daß sich die Krise als noch weitaus schwerwiegender herausstellt als angenommen und daß dadurch ihre Reputation aufgrund ausbleibender Erfolge leiden oder sie sogar ihres Arbeitsplatzes verlustig werden könnten. Deshalb, sowie aufgrund des notwendigerweise besonders hohen Arbeitseinsatzes, werden von außenstehenden Führungskräften oftmals äußerst hohe Kompensationsforderungen gestellt.[15] Zudem fordern extern akquirierte Führungskräfte in aller Regel mehrjährige Verträge, die besondere Abfindungsmodalitäten enthalten.

Akut krisenhafte Unternehmungen benötigen eine sensible Vergütungspolitik, um neue Top-Führungskräfte attrahieren zu können. Durch die Ausgestaltung des Vergütungspakets wird zudem der Charakter der Sanierungsmaßnahmen oftmals entscheidend mitgeprägt. (Vgl. dazu die Beispiele in den Kapiteln 7.4 und 7.5 dieser Arbeit).

---

13 Vgl. dazu für die USA Gilson, S. C., Vetsuypens, M. R., (1993), S. 426 ff. und Gilson, S. C., Vetsuypens, M. R., (1994), S. 82.

14 Beispielsweise bezogen die z.T. von außen akquirierten drei Vorstandsmittglieder der FAG KUGELFISCHER im Geschäftsjahr 1995 zusammen ein Einkommen in Höhe von ca. DM 4,8 Millionen. Vgl. FAG KUGELFISCHER, (1995), S. 45. Dies darf für eine Unternehmung dieser Größe als hoch angesehen werden.

15 So fanden GILSON/VETSUYPENS, daß die Bezahlung von spezialisierten Krisenmanagern um 52% höher war als die Bezüge, die sonstige extern angeworbene Führungskräfte erhielten. Vgl. Gilson, S. C., Vetsuypens, M. R., (1994), S. 85.

Auf der anderen Seite legen die **Gläubiger**, insbesondere die **Banken**, die meist Forderungen stunden oder auf diese verzichten müssen, großen Wert darauf, daß neben den Eigenkapitalgebern auch das Management mit einer Einkommensminderung zu einer Sanierung beiträgt („*sharing the pain*“). Eine ähnliche Argumentationsweise ist oftmals auf Seite der **Arbeitnehmervertreter** zu finden. Darüber hinaus werden die Gehälter von Führungskräften akut krisenhafter Unternehmungen in den **Medien** oftmals sehr kritisch begleitet.[16] Diese Einflüsse machen es diesen Unternehmungen äußerst schwer, die notwendigen hervorragenden Führungskräfte zu gewinnen.[17]

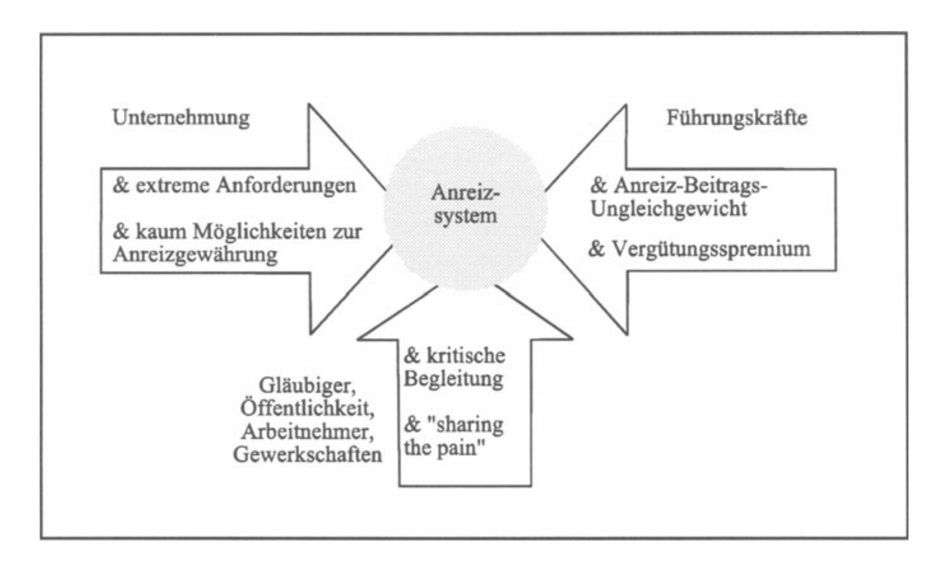


Abbildung 7.1: Gestaltungskontext eines Führungskräfte-Anreizsystems im Rahmen einer Unternehmungssanierung

In akuten Unternehmungskrisen wird von Führungskräften oftmals verlangt, einer Verminderung ihrer fixen Jahresbezüge zuzustimmen,[18] um dafür einen größeren variablen Anteil zu erhalten.[19] Da gewöhnlich jedoch kaum Möglichkeiten für auszahlungswirksame Maßnahmen

16 Vgl. Gilson, S. C., Vetsuypens, M. R., (1994), S. 84. Vgl. auch Christ, P., (1994), S. 4.

17 Vgl. z.B. Schimke, E., (1985), S. 33.

18 Vgl. zur empirischen Relevanz für die USA Gilson, S. C., Vetsuypens, M. R., (1993), S. 434 sowie S. 429.

19 Vgl. Chingos, P. T., (1990), S. 222.

zur Anreizgewährung bestehen, werden im Regelfall Anreizsysteme verwendet, die auf **Kapitalbeteiligungsmodellen** beruhen. Die Tendenz zu einem *„Shift to equity-based pay“*[20] überträgt zudem die Wertorientierung der Unternehmungssanierung auf die Vergütung,[21] indem sie eine möglichst große Abhängigkeit zwischen der Wohlfahrtsposition beteiligter Führungskräfte und der Wohlfahrtsposition der Kapitalgeber herstellt.[22] Besonders in kleineren Unternehmungen erhalten neue Führungskräfte oftmals einen beträchtlichen Teil am Eigenkapital. Dies kommt dem Denken weiterer Investoren entgegen, die fordern, daß sich das Management mit eigenem Geld am Sanierungsrisiko beteiligt.

Zur Verdeutlichung kann als Modell die ***„Strategic reward map“*** nach BOOZ, ALLEN & HAMILTON dienen. Sie unterscheidet zwischen den Dimensionen ***„risk posture“***, die angeben soll, wie stark die Gesamtvergütung einer Führungskraft Risiken ausgesetzt ist. Das ***risk posture*** bestimmt sich durch den Prozentsatz der variablen Vergütung zur fixen Vergütung. Die zweite Dimension (***„time focus“***) ergibt sich aus dem Prozentsatz langfristig wirkender variabler Anreize zu kurzfristig wirkenden variablen Anreizen (insb. jährlichem Bonus). Diese Dimension versucht den Grad der Abhängigkeit zu beschreiben, nach der die Vergütung einer Führungskraft von langfristig wirkenden Maßnahmen im Vergleich zu kurzfristig wirkenden Maßnahmen abhängt.

Mit Hilfe beider Dimensionen soll das Risiko aufgezeigt werden, dem die Vergütung einer Führungskraft ausgesetzt ist und ein Hinweis über den Entscheidungszeitraum gewonnen werden, den die Führungskraft berücksichtigt.[23] Die ***„Strategic reward map“*** nach BOOZ, ALLEN & HAMILTON im Kontext der Vergütung in akuten Unternehmungskrisen zeigt Abbildung 7.2.

---

20 Gilson, S. C., Vetsuypens, M. R., (1994), S. 87.

21 Vgl. Gaugler, E., (1983), S. 49; Herter, R., (1994), S. 31.

22 Vgl. Gilson, S. C., Vetsuypens, M. R., (1993), S. 426 i.V.m. S. 429. Auf nicht oder nicht direkt materiell wirkende Anreize, die bei einer Unternehmungssanierung z.B. in Form von Beförderungschancen gewährt werden können, wird in dieser Arbeit nicht eingegangen.

23 Vgl. Lambert, R. A., Larcker, D. F., (1989), S. 306.

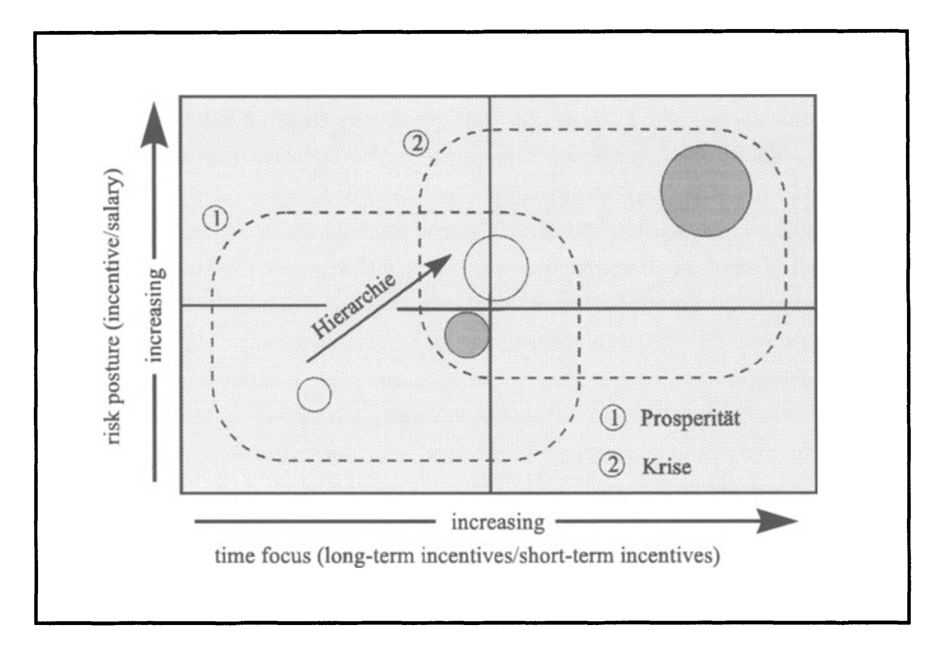


Abbildung 7.2: Strategic reward map nach Booz, Allen & Hamilton[24]

7.3 Grundsätzliches zur Ausgestaltung eines Führungskräfte-Anreizsystems im Rahmen einer Unternehmungssanierung

Anreizsysteme für Führungskräfte sind komplexe juristische Verträge, die sich über dutzende Seiten erstrecken können und oft von spezialisierten Beratern entworfen werden.[25] Die Grundlage eines Führungskräfte-Anreizsystems besteht in der Fähigkeit, die wichtigsten Führungskräfte („*key players*") zu identifizieren und ihnen Ziele zu setzen, die sich aus den generellen Sanierungswertzielen ableiten lassen.

Anreizsysteme enthalten üblicherweise **drei Komponenten**. Dies ist zunächst das fixe **Grundgehalt**. Im Rahmen von Unternehmungssanierungen wird dieses meist relativ niedrig angesetzt, so daß die laufenden Ausgaben der Führungskraft bestritten werden können. Die zweite Komponente besteht gewöhnlich aus einem **Jahresbonus** („*annual incentive*"), der häufig auf der

24 Vgl. Lambert, R. A., Larcker, D. F., (1989), S. 306.

25 So umfaßte die Vergütungsvereinbarung der Führungskräfte bei der Sanierung von DONALD SALTER COMMUNICATIONS Inc. 26 Seiten. Vgl. Cott, J., (1995), S. 13.

Basis einer Zielvereinbarung berechnet wird. Als Kriterien dienen dabei z.B. Cash-flow-Größen oder operative Größen des betrieblichen Rechnungswesens (z.B. Umsatz-, Kosten- oder Gewinngrößen) der von der Führungskraft geführten Einheit. **In der Praxis** wird zudem ein Teil der Vergütung von Ergebnisgrößen organisatorisch übergeordneter Einheiten abhängig gemacht. In einem **insolvenzrechtlichen Verfahren** wird in den USA die Bonusgewährung teilweise auch mit der Annahme des Sanierungsplans durch die Gläubiger oder mit der Höhe ihrer Abfindung verbunden. Da Zeitablauf ohne Weichenstellungen Wert vernichtet, wird meist die Zeitspanne berücksichtigt, die bis zur Annahme benötigt wird.[26] Neben der Tatsache, daß ein relativ geringes Grundgehalt bei Inaussichtstellung eines Bonus' leichter durchzusetzen ist, besteht **in der Praxis** ein wichtiger Vorteil eines so ausgestalteten Anreizsystems kurzfristig in einem positiven **Liquiditätseffekt** für die Unternehmung, da Bonuszahlungen lediglich einmal im Jahr fällig werden. Dennoch haben Bonuspläne in akuten Unternehmungskrisen generell ein relativ geringes Gewicht.[27]

Die **dritte Komponente** eines Anreizsystems besteht meist aus **langfristigen Anreizplänen**, die Eigenkapitalanteile oder Optionen gewähren. Diese können als *investment plans*, *appreciation plans* und *full value plans* vorliegen. Interessendivergenzen zwischen der Unternehmungsführung und den Eigentümern wollen diese Anreizpläne dadurch vermindern, daß die Unternehmungsführung selbst zu (Mit)Eigentümern gemacht wird und so die Führungskräfte motiviert werden, ihre Beteiligung im Wert zu erhöhen.[28]

Langfristige Anreizpläne haben im Rahmen von Unternehmungssanierungen generell einen weitaus höheren Anteil an der Gesamtvergütung als in prosperierenden Unternehmungen. ***Investment plans*** geben Führungskräften die Möglichkeit, mit Hilfe von Optionen über eine bestimmte Zeit Aktien zum Marktpreis des Zeitpunktes zu erwerben, zu dem sie bezogen wurden.[29] Meist werden zudem Anpassungen vorgenommen, z.B. indem eine geforderte Mindeststeigerung addiert wird. Diese Form der Gestaltung langfristiger Anreizpläne ist in den USA bei Unternehmungssanierungen sehr gebräuchlich. So fanden GILSON/VETSUYPENS, daß oberste Führungskräfte, die neu in die Unternehmung kamen, typischerweise einen großen

---

26 Vgl. dazu auch das Beispiel bei Gilson, S. C., Vetsuypens, M. R., (1994), S. 86.

27 Vgl. Gilson, S. C., Vetsuypens, M. R., (1994), S. 89.

28 Vgl. Wälchli, A., (1995), S. 314; Becker, F. G., (1990), S. 32.

29 Vgl. Chingos, P. T., (1990), S. 223.

Teil ihrer Vergütung in Form von Aktienoptionen erhielten. Dies galt in besonderem Maß für spezialisierte Turnaround-Manager.[30]

Appreciation plans geben Führungskräften dagegen die Möglichkeit, direkt von der Wertsteigerung des Aktienpreises zu profitieren, ohne selbst investieren zu müssen. Dazu dürfen Aktienoptionen zum aktuellen Preis zur Zeit der Gewährung oder auf einer anderen Basis gezeichnet werden.[31] Durch den Verkauf dieser Optionen kann die Führungskraft an einer möglichen Wertsteigerung der Aktien teilhaben. Aufgrund der geringen Risikobeteiligung und hoher Wertsteigerungsmöglichkeiten sind *Appreciation plans* im Rahmen von Unternehmungssanierungen jedoch wenig geeignet, da Investoren vielfach fordern, daß sich Führungskräfte mit eigenem Kapital am Sanierungsrisiko beteiligen.

Full Value plans stellen Führungskräften den vollen Wert eines Aktienanteils in Aussicht.[32] Für das Erreichen spezifischer, langfristiger Ziele werden Aktienanteile zu Beginn einer jeden „Anreizperiode“, z.B. drei bis fünf Jahre, in Aussicht gestellt. Am Ende der Periode wird in Abhängigkeit vom erzielten Ergebnis ein Teil oder auch ein Mehrfaches des Aktienpakets (oder ein entsprechender Gegenwert) übertragen. Um wirksam zu werden, muß jedoch eine Mindestanforderung überschritten worden sein.

Anreizsysteme für Führungskräfte werden **in der Praxis** äußerst verschieden gestaltet. Dies sollen die Beispiele der Anreizsysteme der SCOTT PAPER COMPANY sowie der PLASCHNA MANAGEMENT KG verdeutlichen. Die besprochenen Beispiele lassen auch deutlich werden, in welchem Maß die Ausgestaltung von Führungskräfte-Anreizsystemen über den Charakter von Unternehmungssanierungen mitentscheidet.

---

30 Vgl. Gilson, S. C., Vetsuypens, M. R., (1994), S. 82 ff. „More than four in every five firms we studied put new stock-based incentives in place for senior managers.“ Gilson, S. C., Vetsuypens, M. R., (1994), S. 87.

31 Vgl. zur empirischen Bedeutung von Aktienoptionen in den USA in akuten Unternehmungskrisen Gilson, S. C., Vetsuypens, M. R., (1993), S. 432.

32 Vgl. Chingos, P. T., (1990), S. 224 ff. Vgl. zur empirischen Bedeutung der Gewährung von Aktienanteilen in akuten Unternehmungskrisen für die USA Gilson, S. C., Vetsuypens, M. R., (1993), S. 432.

7.4 Führungskräfte-Anreizsystem der Scott Paper Company

Am 19. April 1994 wurde der bekannte US-amerikanische Krisenmanager Albert DUNLAP zum *Chief Executive Officer* (CEO) von SCOTT PAPER Company berufen, dem mit einem Jahresumsatz von $ 4,8 Mrd. und mehr als 30.000 Beschäftigten größten Hersteller von Konsumgüterpapieren (Taschentücher, Toiletten- und Zeitungspapier) der Welt.[33] In den letzten Jahren war SCOTT PAPER in eine existenzbedrohende Krise geraten und mußte trotz starker Personalreduzierungen und umfangreicher Sanierungsmaßnahmen für 1993 einen Verlust von $ 277 Mio. ausweisen.

Bei Amtsübernahme kaufte DUNLAP sofort mit eigenem Geld Aktien im Wert von $ 2 Mio. zum Börsenkurs von $ 37,75. Auch eine seiner ersten Handlungen nach der Amtsübernahme war der Kauf weiterer Aktien auf dem freien Markt für $ 2 Mio. DUNLAPS Vergütungsvereinbarung faßt Abbildung 7.3 zusammen. In den nächsten Monaten setzte DUNLAP, in der Wirtschaftspresse bekannt als „*Chainsaw Al*", einen radikalen Sanierungsplan um. 11.000 Mitarbeiter (34%) wurden abgebaut (71% der Zentrale, 50% der Führungskräfte und 20% der Mitarbeiter), die Aufwendungen für Forschung und Entwicklung (-60%) und Personaltraining drastisch gekürzt und die gesamte Unternehmung von Unternehmungsberatern nach Kostensenkungspotentialen durchforstet.[34] 25% des Umsatzes wurde als nicht zum Kerngeschäft gehörend veräußert und die Anzahl der Zulieferer von 20.000 auf 1.000 vermindert, wodurch allein jährliche Einsparungen für Rohmaterial von $ 100 Mio. realisiert wurden.

---

33 Vgl. Gilson, S. C., Cott, J., (1996), S. 1.

34 Vgl. Byrne, J. A., (1996), S. 56; Gilson, S. C., Cott, J., (1996), S. 6 ff. Bei seinem nächsten Engagement, SUNBEAM CORP., stieg der Aktienkurs um 41 % ($ 1 Mrd.) nur durch die Bekanntgabe von DUNLAPS Verpflichtung. „Dunlapping" ist in den USA ein geflügeltes Wort für brutales „downsizing" geworden. Nach seinem Ausscheiden von Scott Paper bot sich DUNLAP an, für GENERAL MOTORS zu arbeiten. Vgl. Wines, L., (1995), S. 48.

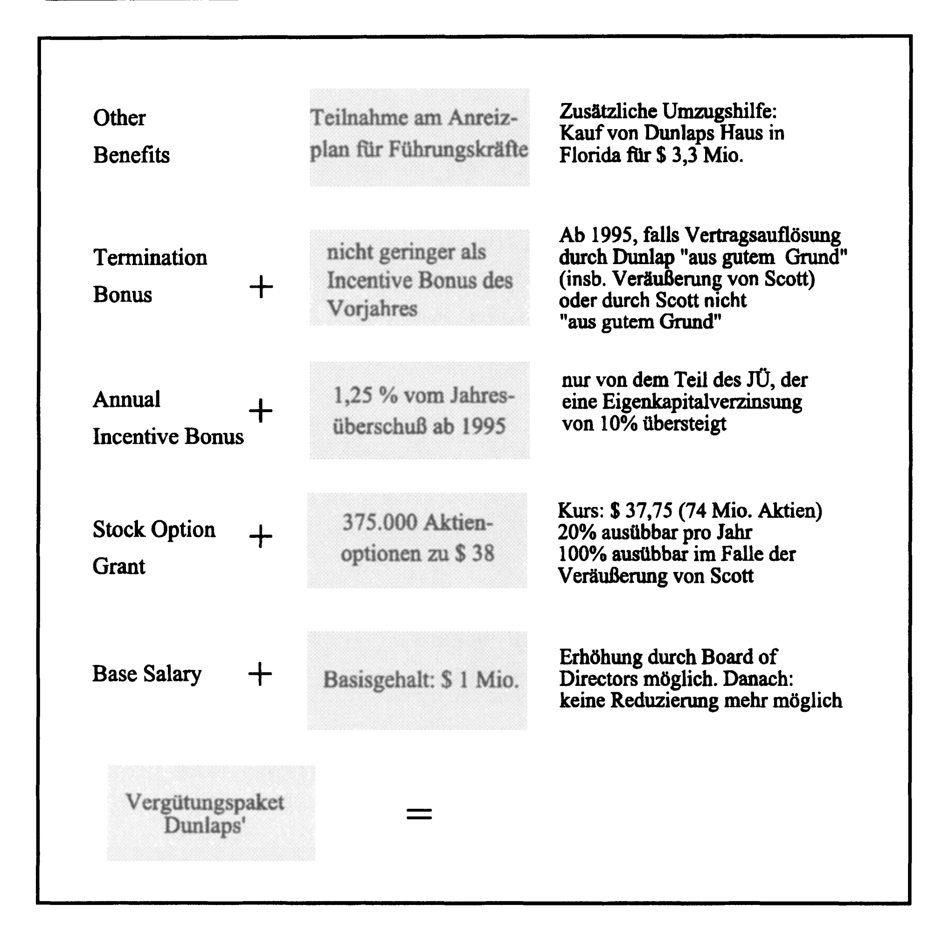


Abbildung 7.3: Vergütungspakt des US-Krisenmanagers Dunlap[35]

Bereits Ende des Jahres 1994 erhielt die Investmentbank SALOMON BROTHERS Inc. von DUNLAP den Auftrag, nach einem Käufer für SCOTT PAPER zu suchen.[36] Ein Jahr nach Amtsantritt wurden Verhandlungen über eine Fusion mit der Firma KIMBERLEY-CLARK begonnen, die schon im Juni 1995 zu einem Abschluß gebracht wurden.[37] Bis Ende des Jahres 1995 wurden DUNLAPS Maßnahmen von der Wall Street mit einer Kurssteigerung von 225% honoriert, was einer Wertsteigerung von ca. $ 6,3 Mrd. entsprach. Dessenungeachtet wurde

35 Vgl. Scott Paper Company, 1994 Shareholder Proxy Statement, 3. Mai 1994.

36 Vgl. Byrne, J. A., (1996), S. 59.

37 Vgl. Linden, D. W., (1995), S. 44.

kritisiert, daß trotz steigender Erträge in fast allen Bereichen Marktanteile verlorengingen.[38] Ende 1995 stimmten die Aktionäre einer Übernahme durch KIMBERLEY-CLARK mittels Aktienswap für $ 9,4 Mrd. zu. Die Marktkapitalisierung von SCOTT PAPER hatte bei DUNLAPS Amtsantritt dagegen ca. $ 2,8 Mrd. betragen. Die Fusionsvereinbarung mit KIMBERLEY-CLARK sah eine Konkurrenzklausel für DUNLAP vor, die ihn verpflichtete, in den nächsten fünf Jahren nicht in der Papierindustrie tätig zu sein. Dafür wurde er mit $ 20 Mio. abgefunden. Zudem wurde vereinbart, daß sein fünfjähriger Vertrag mit SCOTT PAPER vollständig auszubezahlen ist. Abbildung 7.4 zeigt eine zusammenfassende Darstellung DUNLAPS Vergütung.

Al Dunlap's Compensation

Base salary	$2,000,000
Incentive bonus	$5,000,000
Other compensation	$819,300
Foregone future Scott salary&bonus	$10,852,055
Lost benefits under employee benefit plans	$285,000
Accrued vacation pay	$153,846
Repurchase of Scott company car	$60,000
Stock option profits	$32,250,000
Appreciation of personal shareholdings	$7,187,970
Non-compete payment from KC	$20,000,000

Abbildung 7.4: Al Dunlap's Compensation[39]

[38] Vgl. Weber, J., Dreyer, P., (1995), S. 48.

[39] Quelle: Berechnungen von Prof. Stuart C. Gilson, Harvard Business School. Gewinne aufgrund Dunlaps privater Investitionen stellen jedoch keine Arbeitsvergütung dar.

7.5 Führungskräfte-Anreizsystem der Horst Plaschna Management GmbH & Co. KG

Einen nicht allein auf den Unternehmungswert ausgerichteten Weg der Anreizgestaltung beschritt die Treuhandanstalt bei der Gründung der PLASCHNA MANAGEMENT GmbH & Co. KG („Management KG"). Die PLASCHNA MANAGEMENT KG wurde im Jahre 1992 mit einem drei Jahre dauernden Vertrag zwischen dem ehemaligen Treuhand-Direktor PLASCHNA und der Treuhandanstalt gegründet.[40]

PLASCHNAS Management KG übernahm neun sanierungsbedürftige Unternehmungen in den neuen Bundesländern mit dem Ziel, diese nach einer erfolgten Sanierung zu veräußern. Dafür gewährte die Treuhandanstalt finanzielle Unterstützung und stellte PLASCHNA und zwei weiteren Führungskräften nach drei Jahren einen Bonus in Aussicht, dessen Höhe maximal DM 6 Millionen erreichen konnte. Die Höhe des Bonus sollte in Abhängigkeit eines geschaffenen „**Sozialwertes**" berechnet werden. Die Berechnung der **Höhe des geschaffenen Sozialwertes** und die Höhe der Bonuszahlung war zentraler Bestandteil der Vereinbarung von PLASCHNA mit der Treuhandanstalt und wurde von zwei Faktoren abhängig gemacht: Dies war zum einen, ob und unter welchen Bedingungen eine Unternehmungsveräußerung gelingen würde. Der zweite Faktor, der die Höhe der Bonuszahlung beeinflussen sollte, war die Anzahl der Arbeitsplätze, die erhalten werden konnte.

Die Gründung der Management KG's ging auf Überlegungen von Treuhandanstalt-Vizepräsident BRAHMS zurück, dessen Ziel es war, neue innovative Wege zur Sanierung bisher nicht veräußerbarer Unternehmungen in den neuen Bundesländern zu beschreiten. Dies sollte mit Hilfe von speziell zu gründenden Sanierungsholdings gelingen, die es darüber hinaus ermöglichen sollten, Top-Führungskräfte mit einschlägiger Sanierungserfahrung aus den alten Bundesländern zu gewinnen. Trotzdem sollten die politischen und sozialen Treuhandziele nicht aus den Augen verloren werden. Den Aufbau der PLASCHNA MANAGEMENT KG zeigt vereinfachend Abbildung 7.5.

40 Vgl. z.B. Oldag, A., (1993), S. 14.

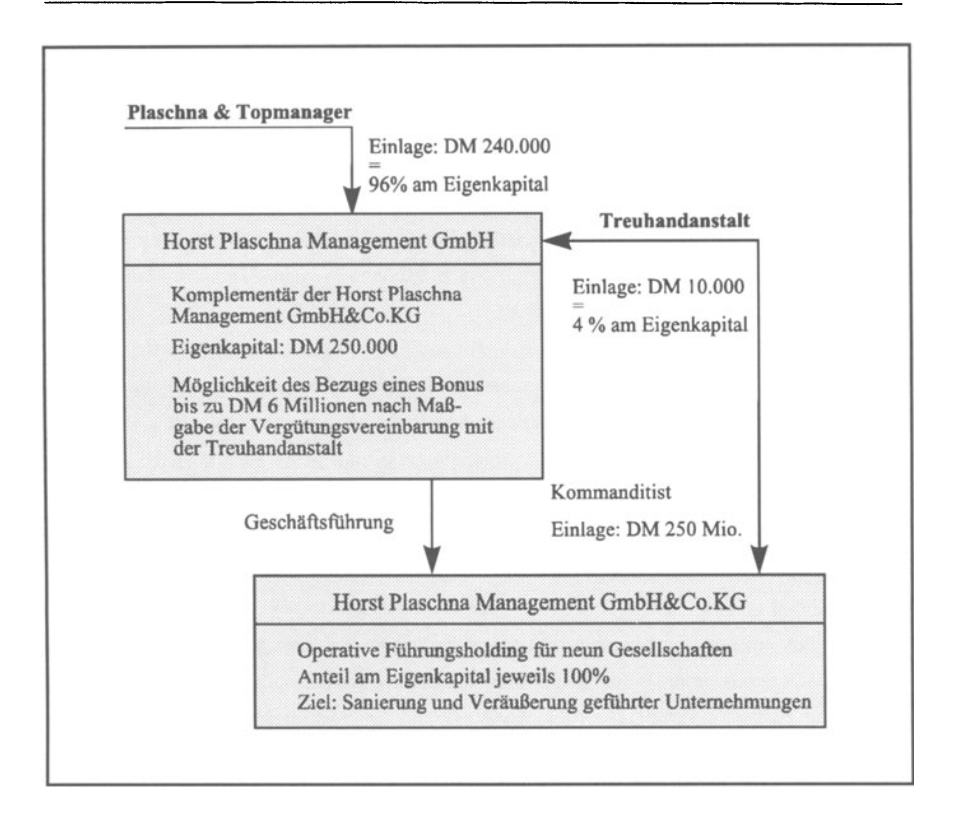


Abbildung 7.5: Aufbau der Plaschna Management KG[41]

Die zu sanierenden Unternehmungen wurden der Management KG übertragen, die selbst von der PLASCHNA MANAGEMENT GmbH geführt wurde. PLASCHNA und zwei weitere von ihm ausgewählte Führungskräfte stellten dieser Management GmbH DM 240.000 zur Verfügung, um im Austausch am Bonusprogramm der Treuhand teilnehmen zu können. Die Treuhandanstalt stellte für die PLASCHNA MANAGEMENT KG eine Einlage von DM 250 Millionen bereit, deckte die Kosten der PLASCHNA MANAGEMENT GmbH in Höhe von DM 10 Millionen im Jahr und garantierte weitere Bankkredite. Zudem wurden die Verluste der geführten Unternehmungen ausgeglichen, was die Management KG vollständig vor einem Gesamtvollstreckungsverfahren schützte. Die Management KG führte neun Unternehmungen

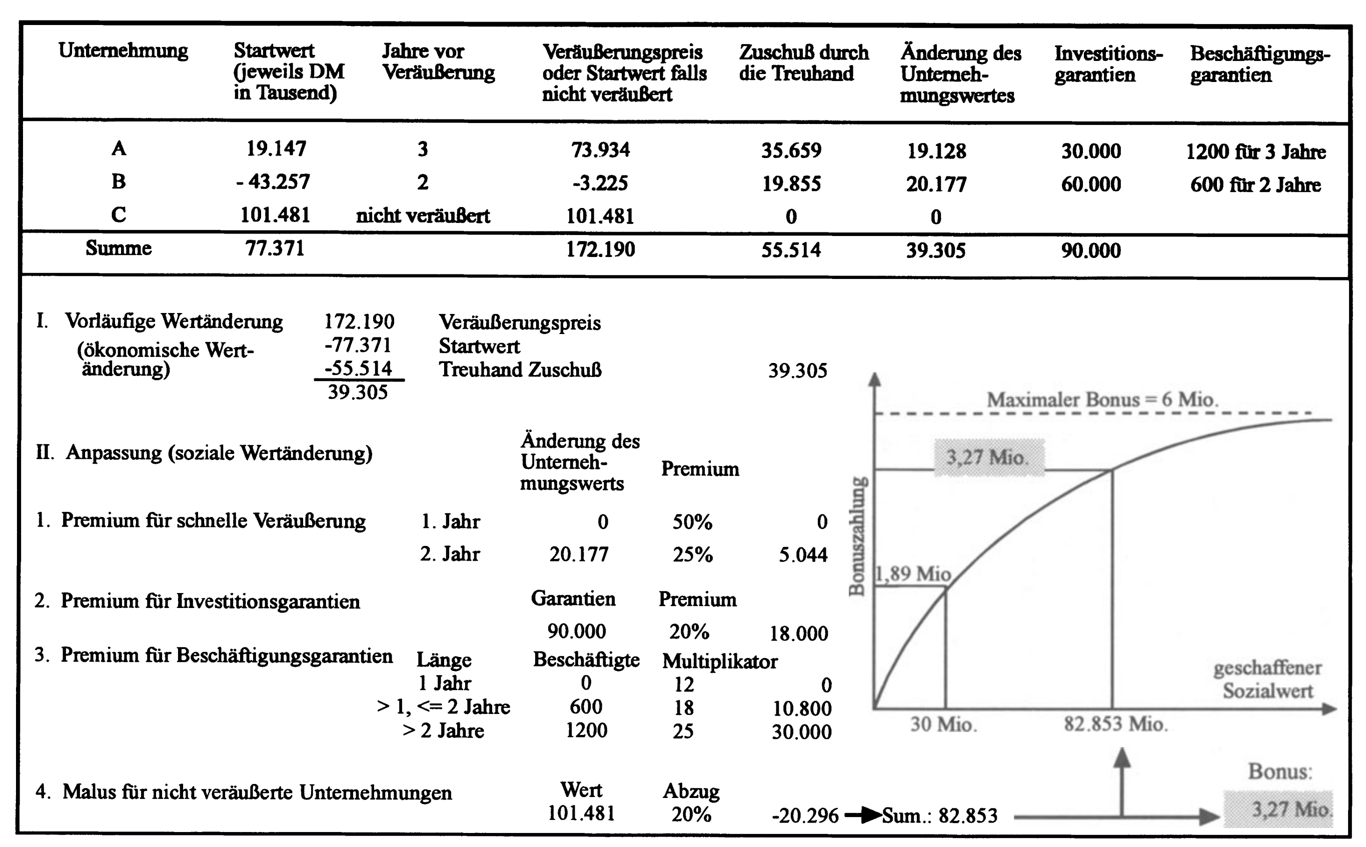
41 Quelle: Dokumente der Treuhandanstalt sowie Dyck, A., Wruck, K., (1995), S. 7.

mit einem Umsatz von zusammen DM 627 Millionen und ca. 13.000 Beschäftigten (April 1992). Im Jahr 1992 erzielten diese Unternehmungen Verluste in Höhe von DM 288 Millionen.

Die **Vergütungsvereinbarung** von PLASCHNA und zwei weiterer Geschäftsführer war **zentraler Bestandteil des Vertrags** mit der Treuhandanstalt.[42] Diese beinhaltete ein Grundgehalt, das in der Höhe vergleichbar sein sollte mit der Vergütung in der westdeutschen Industrie für eine vergleichbare Unternehmung. Die Höhe des möglichen Bonus sollte nach drei Jahren in Abhängigkeit vom geschaffenen „Sozialwert" errechnet werden. Durch die Treuhandanstalt beauftragte **unabhängige Gutachter** schätzten zunächst den Liquidationswert einer jeden Unternehmung bevor sie der PLASCHNA MANAGEMENT KG übertragen wurden. Eine nicht diskontierte Prognose erwarteter künftiger Verluste wurde ferner vom Liquidationswert abgezogen, um zum „**Startwert**" der Unternehmung zu gelangen. Dieser war **für viele Unternehmungen negativ**. Um den Management-Bonus zu berechnen, sollte in einem ersten Schritt die Summe des Startwerts und der finanziellen Zuschüsse der Treuhand vom Veräußerungspreis der Unternehmung abgezogen werden.

Die Vergütungsvereinbarung beinhaltete weiterhin, daß für Unternehmungen, die im ersten oder zweiten Jahr veräußert wurden, in einem zweiten Rechenschritt ein Premium von 50% bzw. 25% addiert werden sollte. Zudem wurden 20% der Investitionsgarantien der Käufer hinzugefügt. Um die **sozialen Ziele** der Treuhandanstalt zu berücksichtigen, wurde eine weitere **Anpassung** vorgenommen: Danach wurden für jede einjährige Beschäftigungsgarantie pro Beschäftigten DM 12.000, für jede Beschäftigungsgarantie zwischen einem und zwei Jahren DM 18.000 und für jede Beschäftigungsgarantie von drei Jahren und mehr DM 25.000 addiert. Schließlich sollten nach Ende der Dreijahresfrist 20% des Startwertes einer jeden nicht veräußerten Unternehmung abgezogen werden. Abbildung 7.6 zeigt das Anreizsystem der PLASCHNA MANAGEMENT GmbH an einem **hypothetischen Beispiel** für drei Unternehmungen.

42 Das Vergütungssystem der PLASCHNA MANAGEMENT GmbH&Co.KG wurde in der Treuhandanstalt und im Bundesfinanzministerium heftig diskutiert. Zunächst enthielt es keine Kappungsgrenze bei DM 6 Millionen. Diese wurde jedoch zu einem späteren Zeitpunkt aus politischen Gründen eingefügt.



Unternehmung	Startwert (jeweils DM in Tausend)	Jahre vor Veräußerung	Veräußerungspreis oder Startwert falls nicht veräußert	Zuschuß durch die Treuhand	Änderung des Unternehmungswertes	Investitionsgarantien	Beschäftigungsgarantien
A	19.147	3	73.934	35.659	19.128	30.000	1200 für 3 Jahre
B	- 43.257	2	-3.225	19.855	20.177	60.000	600 für 2 Jahre
C	101.481	nicht veräußert	101.481	0	0		
Summe	77.371		172.190	55.514	39.305	90.000	

I. Vorläufige Wertänderung (ökonomische Wertänderung)	172.190 -77.371 -55.514 39.305	Veräußerungspreis Startwert Treuhand Zuschuß			39.305
II. Anpassung (soziale Wertänderung)			Änderung des Unternehmungswerts	Premium	
1. Premium für schnelle Veräußerung		1. Jahr	0	50%	0
		2. Jahr	20.177	25%	5.044
2. Premium für Investitionsgarantien			Garantien	Premium	
			90.000	20%	18.000
3. Premium für Beschäftigungsgarantien		Länge	Beschäftigte	Multiplikator	
		1 Jahr	0	12	0
		> 1, <= 2 Jahre	600	18	10.800
		> 2 Jahre	1200	25	30.000
4. Malus für nicht veräußerte Unternehmungen			Wert 101.481	Abzug 20%	-20.296 → Sum.: 82.853

Abbildung 7.6: Anreizsystem der Plaschna Management KG, Quelle: Dyck, A., Wruck, K., (1995), S. 22.

8. Thesenförmige Zusammenfassung

These Nr. 1 Kern einer jeden Unternehmungssanierung ist der Sanierungsplan. Dieser besteht grundsätzlich aus zwei Teilbereichen.

Der erste Teil ist der betriebswirtschaftliche Sanierungsplan („*business plan*"), der aufzeigt, auf welche Weise die Unternehmung materiell fortzuführen ist (Erhaltung und Generierung von Werten). Der zweite Teil ist die Basis für die Neuverhandlung der Ansprüche der Interessengruppen an die Vermögensgegenstände und Cash-flows der Unternehmung („*recontracting*" bzw. Verteilung von Werten). Dieser zweite Teil hat in einem insolvenzrechtlichen Verfahren eine herausragende Bedeutung. Eine Neuverhandlung und -verteilung der Ansprüche findet jedoch auch außerhalb der Insolvenz statt. Die Verbindung zwischen diesen Teilbereichen wird durch die Unternehmungsbewertung hergestellt.

These Nr. 2 Sanierungspläne können mit dem neuen Insolvenzrecht sowohl im Rahmen als auch außerhalb eines insolvenzrechtlichen Verfahrens erstellt werden.

Materiell unterscheiden sich beide Planungsaufgaben nicht. Ein Unterschied ergibt sich prinzipiell lediglich dadurch, daß eine insolvenzrechtliche Sanierungsplanung nach Maßgabe des insolvenzrechtlichen Verfahrens erfolgt und von einem Insolvenzgericht überwacht wird.

These Nr. 3 Insolvenzrechtliche Sanierungsplanungen sollten stärker als bisher durch betriebswirtschaftlichen Sachverstand beeinflußt werden.

Zu Recht ist kritisiert worden, daß die Betriebswirtschaftslehre in der Insolvenz nur eine untergeordnete Rolle spielt.[1] Mit Einführung des neuen Insolvenzrechts kommt betriebswirtschaftlichem Wissen und betriebswirtschaftlicher Erfahrung gleichwohl eine noch weitaus erhöhte Bedeutung zu. Dies gilt insbesondere für die Erstellung des Sanierungsplans. Insolvenzgerichte und -verwalter werden vermehrt betriebswirtschaftliche Aufgaben zu erfüllen haben, um die Fortführung einer insolventen Unternehmung zu ermöglichen. Den Insolvenzgerichten wird zudem eine hohe Verantwortung bei der Beurteilung verschiedener konkurrierender Sanierungspläne zukommen, die z.B. vom Insolvenzverwalter

1 Vgl. Risse, W., (1994), S. 465 ff.

oder vom Schuldner erstellt werden. Hierfür dürfte in jedem Fall betriebswirtschaftliche Unterstützung benötigt werden.

These Nr. 4 Eine Sanierungsplanung nach der neuen InsO bietet verbesserte Fortführungsmöglichkeiten für insolvente Unternehmungen.

Mit Inkrafttreten der InsO wird die Erhaltung akut krisenhafter Unternehmungen leichter möglich sein als nach geltendem Recht. Eine eher fortführungsorientierte Umsetzung der InsO könnte jedoch an der liquidationsorientierten deutschen Rechtstradition, mangelnden Anreizen der Insolvenzverwalter zur Unternehmungsfortführung und kaum auf die InsO vorbereiteten Insolvenzgerichten scheitern. Dennoch ist davon auszugehen, daß nach einer Lernphase die positiven Effekte des neuen Insolvenzrechts im Hinblick auf die Fortführung sanierungswürdiger Unternehmungen überwiegen werden.

These Nr. 5 Eine Unternehmungsbewertung ist generell zentraler Bestandteil eines jeden Sanierungsplans.

Unternehmungssanierungen benötigen die disziplinierende Wirkung der Investitionsrechnung. Unternehmungsbewertungen sollten stets auf der Basis einer Fortführungs- sowie Liquidationsannahme erfolgen; sie dienen auf diese Weise als Entscheidungsgrundlage für die Sanierungswürdigkeitsanalyse. Eine Unternehmung ist nur dann sanierungswürdig, wenn der Barwert der Zahlungsüberschüsse der optimalen Fortführungsalternative größer ist, als der Barwert der besten Liquidationsalternative. Die Bewertung sollte eine qualitative Analyse kritischer Einflußfaktoren beinhalten, die die Höhe prognostizierter Unternehmungswerte beeinflussen. Zugrunde gelegte Annahmen müssen im Sanierungsplan dokumentiert werden; eine Scheinperfektionierung ist zu vermeiden.

These Nr. 6 Fortführungswerte für akut krisenhafte Unternehmungen sollten mit der Adjusted Present Value (APV)-Methode generiert werden.

Zur Bestimmung von Fortführungswerten für akut krisenhafte Unternehmungen eignet sich besonders die APV-Methode, da einzelne Wertequellen („*sources of value*“) einzeln dargestellt und in ihrer Wirkung auf den Fortführungswert analysiert werden können. Die Methode ist ferner robust gegen typischerweise erfolgende umfangreiche Änderungen der Kapitalstruktur.

These Nr. 7 Der Sanierungsplan ist die Grundlage für die Investitionsentscheidung potentieller Investoren.

Fortführungswerte sind nur integriert, im Zusammenhang mit dem Fortführungsplan ermittelbar. Nur auf dieser Basis und der dort dokumentierten Annahmen ist der Investor in der Lage, sich ein Bild über die Zukunftsaussichten der Unternehmung zu machen und die Realisierbarkeit prognostizierter Unternehmungswerte zu beurteilen. Auch Sanierungsstrategien können nur so nach der zu erwartenden Steigerung des Unternehmungswertes beurteilt werden. Dennoch kann die qualifizierteste Planung bestehende Sanierungsrisiken nur relativieren. Der qualifizierten Planung muß die Implementierung durch ein qualifiziertes Management folgen.

These Nr. 8 In Deutschland sind spezialisierte Investoren in akut krisenhafte Unternehmungen nur vereinzelt vorhanden. Venture-Capital ist für Unternehmungen in akuten Krisen bisher kaum zu erhalten.

Das Problem der mangelnden Verfügbarkeit von Venture-Capital in Deutschland ist erkannt und vielfach beschrieben worden. Teil dieses Problems ist die Tatsache, daß Risikokapital für akut notleidende Unternehmungen kaum erhältlich ist. Dies liegt bisher neben dem allgemein noch immer zu geringen Vorhandensein von Venture-Capital Unternehmungen und grundlegender Principal-Agent-Probleme vor allem an der Ausgestaltung des Insolvenzrechts, da die Eigenkapitalgeber stets die Verfügungsbefugnis über die Unternehmung verlieren. Auch die Zahl aktiver Investoren, die systematisch auf der Suche nach Investitionschancen in akut krisenhafte Unternehmungen sind, ist bislang noch gering, und das Auffinden von Investitionschancen hat häufig eher zufälligen Charakter.

These Nr. 9 Unternehmungssanierungen benötigen spezielle Anreizsysteme.

Die Ausgestaltung eines Anreizsystems für die oberste Unternehmungsführung entscheidet maßgeblich über den Charakter einer Unternehmungssanierung. In akuten Unternehmungskrisen besteht die Tendenz, daß die laufende Vergütung zugunsten einer Eigenkapitalbeteiligung vermindert wird („*shift to equity-based pay*"). In der Praxis kann dies besonders für neue externe Führungskräfte eine erhebliche Chance bedeuten, da sich nicht wenige Sanierungsfälle auf diese Weise zu einem Sanierungs-MBI entwickeln.

Literaturverzeichnis

A

Albach, H., (1976)
Kritische Wachstumsschwellen in der Unternehmensentwicklung,
in: ZfB, 46. Jg. 1976, S. 683 - 696.

Albach, H., (1979)
Kampf ums Überleben: Der Ernstfall als Normalfall für Unternehmen in einer freiheitlichen Wirtschaftsordnung, in: Frühwarnsysteme, ZfB Ergänzungsheft 2/1979, hrsg. von H. Albach, D. Hahn, P. Mertens, S. 9 - 22.

Albach, H., (1988)
Kosten, Transaktionen und externe Effekte im betrieblichen Rechnungswesen,
in: ZfB, 58. Jg. 1988, S. 1143 - 1170.

Albach, H., Albach, R., (1989)
Das Unternehmen als Institution, Wiesbaden 1989.

Alchian, A. A., (1965)
Some Economics of Property Rights, in: Economic Forces at Work,
Indianapolis (Indiana) 1965, S. 127 - 149.

Alchian, A. A., Demsetz, H., (1972)
Production, Information Costs, and Economic Organization,
in: American Economic Review, 62. Jg. 1972, S. 777 - 795.

Alewell, K., Bleicher, K., Hahn, D., (1971)
Die Anwendung des Systemkonzepts auf betriebswirtschaftliche Probleme,
in: zfo, 40. Jg. 1971, S. 159 - 160.

Amit, R., Schoemaker, P. J., (1993)
Strategic Asset and Organizational Rent,
in: Strategic Management Journal, 14. Jg. 1993, S. 33 - 46.

Alter, R., (1990)
Integriertes Projektcontrolling, Gießen 1990.

Altman, E. I., (1988)
The Prediction of Corporate Bankruptcy, 2. Aufl., New York - London 1988.

Altman, E. I., (1993)
Corporate Financial Distress and Bankruptcy, New York et al. 1993.

Andersen, T. M., (1985)
Recent Developments in the Theory of Efficient Capital Markets,
in: Kredit und Kapital, 18. Jg. 1985, S. 347 - 371.

Antrecht, R., (1995)
Einen Schritt voraus, in: Capital, 1995, Nr. 9, S. 76 - 83.

Arbeitskreis Unternehmungsplanung, (1991)
Grenzen der Planung - Herausforderung an das Management, Arbeitskreis „Integrierte Unternehmungsplanung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V., in: ZfbF, 43. Jg. 1991, S. 811 - 829.

Arbeitskreis Finanzierung, (1996)
Wertorientierte Unternehmenssteuerung mit differenzierten Kapitalkosten, Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V., in: ZfbF, 48. Jg. 1996, S. 543 - 578.

Arzac, E. R., (1996)
Valuation of highly leveraged firms, in: Financial Analysts Journal, 52. Jg. 1996, Nr. 4, S. 42 - 50.

Ashby, W. R., (1970)
An Introduction to Cybernetics, London 1970.

B

Baetge, J., (1974)
Betriebswirtschaftliche Systemtheorie, Opladen 1974.

Baetge, J., (1983)
Thesen zur Wirtschaftskybernetik, in: Kybernetische Methoden und Lösungen in der Unternehmenspraxis, hrsg. von J. Baetge, Berlin 1983, S. 11 - 24.

Baetz, M. C., Beamish, P. W., (1993)
Strategic Management, Boston 1993.

Baker, M., (1995)
I Feel Your Pain? When the CEO orders massive layoffs should he get a pay raise? in: WALL STREET JOURNAL, 12.4.1995, S. B 7.

Ballwieser, W., (1990)
Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, 3. Aufl., Wiesbaden 1990.

Ballwieser, W., (1993)
Methoden der Unternehmensbewertung, in: Handbuch des Finanzmanagements, hrsg. von G. Gebhardt, W. Gerke, M. Steiner, München 1993, S. 151 - 176.

Ballwieser, W., (1995)
Aktuelle Aspekte der Unternehmensbewertung, in: Die Wirtschaftsprüfung, 48. Jg. 1995, S. 119 - 129.

Ballwieser, W., Schmidt, R. H., (1981)
Unternehmensverfassung, Unternehmensziele und Finanztheorie,
in: Unternehmensverfassung als Problem der Betriebswirtschaftslehre,
hrsg. von K. Bohr et al., Berlin 1981, S. 645 - 682.

Balz, M., Landfermann, H.-G., (1995)
Die neuen Insolvenzgesetze, Düsseldorf 1995.

Balzer, A., Wilhelm, W., (1995)
Helfer auf Bewährung, in: manager magazin, 25. Jg. 1995, Nr. 3, S. 24 - 32.

Barnard, C. I., (1938)
The Functions Of The Executive, Cambridge 1938.

Barnea, A., Haugen, R. A., Senbet, L. W., (1985)
Agency-Problems and Financial Contracting, Englewood Cliffs 1985.

Barney, J. B., (1991)
Firm Resources and Sustained Competitive Advantage,
in: Journal of Management, 17. Jg. 1991, S. 99 - 120.

Bauer, K. F., (1992)
Zwischen Anspruch und Wirklichkeit,
in: FAZ, Beilage Unternehmensbeteiligungen, 28.4.1992, Nr. 96, S. B 19.

Baur, W., (1979)
Sanierungen, Wege aus Unternehmenskrisen, 2. Aufl., Wiesbaden 1979.

Bea, F. X., Haas, J., (1994)
Möglichkeiten und Grenzen der Früherkennung von Unternehmenskrisen,
in: WiSt, 23. Jg. 1994, S. 486 - 491.

Bea, F. X., Kötzle, A., (1983)
Ursachen von Unternehmenskrisen und Maßnahmen zur Krisenvermeidung,
in: Der Betrieb, 36. Jg. 1983, S. 565 - 571.

Beck, P., (1996)
Unternehmensbewertung bei Akquisitionen, Wiesbaden 1996.

Becker, F. G., (1990)
Anreizsysteme für Führungskräfte, Stuttgart 1990.

Becker, H., (1978)
Unternehmenskrise und Krisenmanagement, in: ZfB, 48. Jg. 1978, S. 672 - 685.

Becker, H., (1990)
Unternehmenskrise und Krisenmanagement, in: Problemorientiertes
Management, hrsg. von W. Lücke, J. W. Diez, Wiesbaden 1990, S. 1 - 31.

Becker, R., (1986)
Die Sanierungsfähigkeit der Unternehmung, Bergisch Gladbach 1986.

Beer, S., (1962)
Kybernetik und Management, Hamburg 1962.

Beisel, W., Klump, H.-H., (1991)
Der Unternehmenskauf, München 1991.

Bellinger, B., Vahl, G., (1992)
Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis, Wiesbaden 1992.

Berg, C. C., Treffert, J. C., (1979)
Die Unternehmenskrise - Organisatorische Probleme und Ansätze zu ihrer Lösung, in: ZfB, 49. Jg. 1979, S. 459 - 473.

Berger, R., (1988)
Sanierung und Konkursabwendung, in: Finanzierungshandbuch, hrsg. von F. W. Christians, 2. Aufl., Wiesbaden 1988, S. 783 - 804.

Bertalanffy, L. v., (1949)
Zu einer allgemeinen Systemtheory, in: Biologica Generalis, 19. Jg. 1949, S. 114 - 129.

Bertalanffy, L. v., (1973)
General System Theory, Harmondsworth 1973.

Bierach, B., (1994)
Etwas schizoid - Turnaround Management, in: WiWo, 1994, Nr. 50, S. 80 - 83.

Bierach, B., (1995)
Wettbewerb - ein klares Jein, in: WiWo, 1995, Nr. 11, S. 70 - 77.

Bleicher, K., (1970)
Die Entwicklung eines systemorientierten Organisations- und Führungsmodells der Unternehmung, in: zfo, 39. Jg. 1970, S. 3 - 8, 59 - 63, 111 - 120.

Bleicher, K., (1992)
Das Konzept integriertes Management, 2. Aufl., Frankfurt a.M. - New York 1992.

Bleicher, K., (1992a)
Strategische Anreizsysteme, Stuttgart - Zürich 1992.

Bleicher, K., (1992b)
Leitbilder, Stuttgart - Zürich 1992.

Bleicher, K., (1994)
Normatives Management: Politik, Verfassung und Philosophie des Unternehmens, Frankfurt a.M. - New York 1994.

Bleicher, K., (1995)
Das Konzept integriertes Management, 3. Aufl., Frankfurt a.M. - New York 1995.

Bleicher, K., Hahn, D., (1974)
Führungsprozeß und Führungsformen,
in: WISU, 3. Jg. 1974, S. 151 - 157 und 213 - 215.

Bleicher, K., Meyer, E., (1976)
Führung in der Unternehmung, Reinbeck 1976.

Blumentritt, J., (1993)
Unternehmensveräußerungen durch den Konzern, Bergisch Gladbach - Köln 1993.

Böckenförde, B., (1991)
Unternehmenssanierung, Stuttgart 1991.

Böckenförde, B., (1995)
Sanierung und Turnaround, Führungsaufgaben bei, in: HWFü,
hrsg. von A. Kieser, G. Reber, R. Wunderer, Stuttgart 1995, Sp. 1859 - 1868.

Bodenmann, H., (1990)
Sanierung mittelständischer Unternehmen,
in: Meilensteine im Management, hrsg. von H. Siegwart et al., Bd. 2,
Restrukturierungen & Turnarounds, Stuttgart 1990, S. 89 - 126.

Bork, R., (1995)
Einführung in das neue Insolvenzrecht, Tübingen 1995.

Born, K., (1995)
Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung, Stuttgart 1995.

Bötzel, S., (1993)
Diagnose von Konzernkrisen, Köln 1993.

Bowman, E. H., Singh, H., (1990)
Overview of Corporate Restructuring Trends and Consequences,
in: Corporate Restructuring, hrsg. von M. L. Rock, R. H. Rock,
New York et al. 1990, S. 8 - 22.

Boxberg, F. v. (1989)
Das Management-Buyout-Konzept, Hamburg 1989.

Brandstätter, J., (1993)
Die Prüfung der Sanierungsfähigkeit notleidender Unternehmen, München 1993.

Braun, E., (1989)
Die Prüfung von Sanierungskonzepten,
in: Die Wirtschaftsprüfung, 42. Jg. 1989, S. 683 - 694.

Brealey, R. A., Myers, S. C., (1996)
Principles of Corporate Finance, New York et al. 1996.

Bretzke, U., (1984)
Der Begriff der „drohenden Zahlungsunfähigkeit" im Konkursstrafrecht, München - Köln 1984.

Brigham, E. F., Gapenski, L. C., (1996)
Intermediate Financial Management, 5. Aufl., Fort Worth et al. 1996.

Brigham, E. F., Gapenski, L. C., (1997)
Financial Management, Theory and Practice, 8. Aufl., Fort Worth et al. 1997.

Brüggerhoff, J., (1992)
Management von Desinvestitionen, Wiesbaden 1992.

Bruppacher, P. R., (1990)
Unternehmensverkauf als strategischer Erfolgsfaktor, in: Mergers&Akquisitions, hrsg. von H. Siegwart et al., Stuttgart 1990, S. 267 - 282.

Buchanan, J. M., (1975)
Die Grenzen der Freiheit, Tübingen 1975.

Buchmüller, P., (1991)
Besteuerung und Unternehmenssanierung, Frankfurt a.M. et al. 1991.

Büchs, M. J., (1991)
Zwischen Markt und Hierarchie, in: ZfB-Ergänzungsheft, 1991, Nr. 1, S. 1 - 37.

Bühner, R., (1990)
Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen in der Bundesrepublik Deutschland, Stuttgart 1990.

Bühner, R., (1993)
Das Management-Wert-Konzept: Finanzwirtschaftliche Performance strategischer Maßnahmen im Turnaround Management, in: Turnaround Management, hrsg. von A. Coenenberg, T. Fischer, Stuttgart 1993, S. 13 - 25.

Bühner, R., (1994)
Unternehmerische Führung mit Shareholder-Value, in: Der Shareholder-Value-Report, hrsg. von R. Bühner, Landsberg a.L. 1994, S. 9 - 75.

Bühner, R., Weinberger, H.-J., (1991)
Cash-Flow und Shareholder Value, in: BFuP, 43. Jg. 1991, S. 187 - 208.

Burger, A., Schellberg, B., (1994)
Der Insolvenzplan im neuen Insolvenzrecht, in: DB, 47. Jg. 1994, S. 1833 - 1837.

Burger, A., Schellberg, B., (1995)
Die Überschuldung im neuen Insolvenzrecht, in: WiSt, 24. Jg. 1995, S. 226 - 231.

Burkhardt, K., Sager, O., (1994)
Kulturkrisen im Unternehmenswandel, in: zfo, 63. Jg. 1994, S. 42 - 45.

Busse von Colbe, W., (1981)
Gesamtwert der Unternehmung, in: HWR, hrsg. von E. Kosiol, K. Chmielewicz, M. Schweitzer, 2. Aufl., Stuttgart 1981, Sp. 595 - 606.

Busse von Colbe, W., (1992)
Gesamtwert der Unternehmung,
in: Unternehmensakquisition und Unternehmensbewertung,
hrsg. von W. Busse von Colbe, A. Coenenberg, Stuttgart 1992, S. 55 - 65.

Buteweg, J., (1988)
Systemtheorie und ökonomische Analyse, Freiburg im Breisgau 1988.

Byrne, J. A., (1996)
The Shredder, Did CEO Dunlap save Scott Paper - or just pretty it up?,
in: BUSINESS WEEK, 15. 1. 1996, S. 56 - 61.

C

Chingos, P. T., (1990)
Executive Compensation Issues in a Restructuring, in: Corporate Restructuring, hrsg. von M. L. Rock, R. H. Rock, New York et al. 1990, S. 220 - 236.

Chmielewicz, K., (1970)
Die Formalstruktur der Entscheidung, in: ZfB, 40. Jg. 1970, S. 239 - 268.

Christ, P., (1994)
Schlechte Sitten, in: manager magazin, 24. Jg. 1994, Nr. 10, S. 3.

Clasen, J. P., (1992)
Turnaround Management für mittelständische Unternehmen, Wiesbaden 1992.

Coase, R. H., (1937)
The Nature of the Firm, in: Economica, 4. Jg. 1937, S. 386 - 405.

Coase, R. H., (1960)
The problem of Social Cost, in: Journal of Law and Economics, 3. Jg. 1960, S. 1 - 44.

Coase, R. H., (1984)
The New Institutional Economics,
in: Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, Bd. 140, Nr. 1, S. 229 - 231.

Coenenberg, A. G., (1984)
Entscheidungsorientierte Unternehmensbewertung und Ertragsschwäche,
in: BFuP, 36. Jg. 1984, S. 496 - 507.

Coenenberg, A. G., Fischer, T. M., (1993)
Ansatzpunkte des Turnaround Managements in Unternehmen, in: Turnaround Management, hrsg. von A. Coenenberg, T. Fischer, Stuttgart 1993, S. 1 - 11.

Collis, D. J., (1995)
The Resource Based View of the Firm and the Importance of Factor Markets, Harvard Business School Working Paper # 95-070.

Collis, D. J., Montgomery, C. A., (1995)
Competing on Resources: Strategy in the 1990s, in: HBR, 73. Jg. 1995, S. 118 - 128.

Conner, K., (1991)
A Historical Comparison of Resource-Based Theory and Five Schools of Thought Within Industrial Organization,
in: Journal of Management, 17. Jg. 1991, S. 121 - 154.

Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., (1994)
Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies, New York et al. 1994.

Cornell, B., (1993)
Corporate Valuation, New York 1993.

Cott, J., (1995)
Donald Salter Communications Inc., Harvard Business School Case Study 9-295-114.

Cott, J., Gilson, S. C., (1995)
Navistar International, Harvard Business School Case Study 9-295-030.

Crémer, J., (1990)
Common Knowledge and the Coordination of Economic Activities,
in: The Firm as a Nexus of Treaties, hrsg. von M. Aoki, B. Gustafsson, O. E. Williamson, London - Newbury Park - New Dehli 1990, S. 53 - 93.

Cyert, R. M., March, J. G., (1963)
A Behavioral Theory of the Firm, Englewood Cliffs 1963.

D

Damisch, H. E., (1996)
Rund 3000 Partnerschaften eingegangen,
in: FAZ - Unternehmensbeteiligungen, Nr. 95, 1996, S. B 14.

De Alessi, L., (1980)
The Economics of Property Rights: A Review of the Evidence,
in: Research in Law and Economics, 2. Jg. 1980, S. 1 - 47.

Decker, R. O., (1994)
Eine Prinzipal-Agenten-theoretische Betrachtung von Eigner-Manager-Konflikten in der Kommanditgesellschaft auf Aktien und in der Aktiengesellschaft, Bergisch Gladbach - Köln 1994.

Demsetz, H., (1964)
The Exchange and Enforcement of Property Rights,
in: Journal of Law and Economics, 7. Jg. 1964, S. 11 - 26.

Demsetz, H., (1967)
Toward a Theory of Property Rights,
in: American Economic Review, 57. Jg. 1967, S. 347 - 359.

Deutsch, C., (1993)
Kostenmanagement - Tödliche Sense, in: WiWo, 1993, Nr. 29, S. 36 - 37.

Deutsch, C., (1994)
Im Ansatz falsch, in: WiWo, 1994, Nr. 3, S. 54 - 58.

Dietzel, W., (1985)
Erfahrungen eines Krisenmanagers, in: Krisenmanagement und Sanierungsstrategien, hrsg. von E. Schimke, A. Töpfer, Landsberg am Lech 1985, S. 111 - 117.

Dirrigl, H., (1994)
Konzepte, Anwendungsbereiche und Grenzen einer strategischen Unternehmensbewertung, in: BFuP, 46. Jg. 1994, S. 409 - 432.

Dohm, L., (1989)
Die Desinvestition als strategische Handlungsalternative, Frankfurt a.M. et al. 1989.

Dörner, D., (1992)
Sanierungsprüfung,
in: Wirtschaftsprüfer-Handbuch, Bd. 2, 10. Aufl., Düsseldorf 1992, S. 207 - 332.

Dörner, W., (1991)
Zur Bewertung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen bei Bewertungen in der „DDR“ nach den Stellungnahmen des Hauptfachausschusses des Instituts der Wirtschaftsprüfer 2/1983 und 2/1990, in: BFuP, 43. Jg. 1991, S. 1 - 10.

Dörner, W., (1992)
Unternehmensbewertung,
in: Wirtschaftsprüfer-Handbuch, Bd. 2, 10. Aufl., Düsseldorf 1992, S. 1 - 136.

Dreßler, S., (1995)
Reorganisation und Krise, Stuttgart 1995.

Drukarczyk, J., (1980)
Finanzierungstheorie, München 1980.

Drukarczyk, J., (1987)
Unternehmen und Insolvenz, Wiesbaden 1987.

Drukarczyk, J., (1993)
Theorie und Politik der Finanzierung, 2. Aufl., München 1993.

Drukarczyk, J., (1995)
Verwertungsformen und Kosten der Insolvenz,
in: BFuP, 47. Jg. 1995, Nr. 1, S. 40 - 58.

Drukarczyk, J., Richter, F., (1995)
Unternehmensgesamtwert, anteilseignerorientierte Finanzentscheidungen und APV-Ansatz, in: DBW, 55. Jg. 1995, S. 559 - 580.

Dubroff, H., (1993)
Vultures or Visionaries, in: CFO, 1993, Nr. 1, S. 22.

Dyck, I. J., Hopper Wruck, K., (1996)
Germany's Evolving Privatization Policies: The Plaschna Management KG, Harvard Business School Case 9-795-120.

E

Eberhart, A. C., Altman, E. I., Aggarwal, R., (1997)
The Equity Performance of Firms Emerging from Bankruptcy, unpublished working paper, February 1997.

Ebers, M., Gotsch, W., (1993)
Institutionenökonomische Theorien der Organisation, in: Organisationstheorien, hrsg. von A. Kieser, Stuttgart - Berlin - Köln 1993, S. 193 - 242.

Eisfeld, C., (1928)
Sanierung, in: HWB, hrsg. von H. Nicklisch, Stuttgart 1928, Sp. 1038 - 1059.

Elschen, R., (1991)
Shareholder Value and Agency-Theory - Anreiz- und Kontrollsysteme für Zielsetzungen der Anteilseigner, in: BFuP, 43. Jg. 1991, S. 209 - 220.

Elsner, W., (1987)
Institutionen und ökonomische Institutionentheorie, in: WiSt, 16. Jg. 1987, S. 5 - 14.

Emmerich, H., (1930)
Die Sanierung, 1. Teil, Mannheim - Berlin - Leipzig 1930.

Emmerich, V., (1993)
Konzernrecht, 5. Aufl., München 1993.

Enzweiler, T., (1996)
Ein Konzern wird zerlegt, in: Capital, 1996, Nr. 3, S. 20 - 22.

Epp, W., (1993)
Der richtige Termin,
in: FAZ, Beilage Unternehmensbeteiligungen, 26.4.1993, Nr. 96, S. 28.

F

FAG KUGELFISCHER, (1993)
Fokussierung statt Diversifizierung, Schweinfurt 1993.

FAG KUGELFISCHER, (1995)
Geschäftsbericht 1995.

Fama, E. F., (1970)
Efficient Capital Markets, in: Journal of Finance, 25. Jg. 1970, S. 383 - 417.

Fanselow, K.-H., (1993)
Finanzierung besonderer Unternehmensphasen, in: Handbuch des Finanzmanagements, hrsg. von G. Gebhardt, W. Gerke, M. Steiner, München 1993, S. 383 - 399.

Faulhaber, P., Landwehr, N., (1996)
Turnaround - Management in der Praxis, Frankfurt a.M. - New York 1996.

Feldbauer-Durstmüller, B., (1993)
Sanierung und Unternehmensfortführung im Konkurs, in: JfB, 1993, Nr. 2, S. 54 - 72.

Feldman, M., Moyer, S., O'Dea, D., Tomes, J., (1995)
The Dangers Of Fishing for a Deal in Troubled Waters,
in: Mergers&Acquisitions, 29. Jg. 1995, Nr. 5, S. 40 - 46.

Feldmann, H., (1995)
Eine institutionalistische Revolution?, Berlin 1995.

Fenster, S. R., (1993)
Note on International Comparisons Concerning Troubled Companies,
Harvard Business School 9-293-090.

Fenster, S. R., Gilson, S. C., (1994)
The Adjusted Present Value Method for Capital Assets,
Harvard Business School 9-294-047.

Fiedler, F. E., (1995)
Führungstheorien - Kontingenztheorie, in: HWFü, hrsg. von A. Kieser, G. Reber, R. Wunderer, 2. Aufl., Stuttgart 1995, Sp. 940 - 953.

Fischer, G., Möhlmann, B., Risch, S., (1993)
Die zweite Chance, in: manager magazin, 23. Jg. 1993, Nr. 10, S. 218 - 232.

Flassak, H., (1995)
Der Markt für Unternehmenskontrolle, Bergisch Gladbach - Köln 1995.

Fleege-Althoff, F., (1930)
Die notleidende Unternehmung, Stuttgart 1930.

Franke G., Hax, H., (1990)
Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 2. Aufl., Berlin et al. 1990.

Frehner, W., Schlatter, A., (1990)
Die Rolle des Schweizerischen Bankvereins bei Restrukturierungen und Turnarounds, in: Restrukturierungen & Turnarounds, hrsg. von H. Siegwart, J. Mahari, I. Caytas, B. Böckenförde, Stuttgart 1990, S. 227 - 243.

Friedrich, S., (1995),
Mit Kernkompetenzen im Wettbewerb gewinnen, in: io Management Zeitschrift, 64. Jg. 1995, S. 87 - 91.

Friese, U., (1995)
Pleiten, Pech und Pannen, in: Capital, 1995, Nr. 3, S. 48 - 55.

Fuchs, H., (1973)
Systemtheorie und Organisation, Wiesbaden 1973.

Fuchs, H., (1974)
Steuerung und Regelung in betrieblichen Systemen, in: ZfbF, Sonderheft Nr. 3/1974, Systemtheorie und Betrieb, S. 83 - 98.

Funk, J., (1995)
Aspekte der Unternehmensbewertung in der Praxis, in: ZfbF, 47. Jg. 1995, S. 491 - 514.

Furubotn, E. G., Pejovich, S., (1972)
Property Rights and Economic Theory: A Survey of Recent Literature, in: Journal of Economic Literature, 10. Jg. 1972, S. 1137 - 1162.

G

Gälweiler, A., (1986)
Unternehmensplanung, Frankfurt a.M. - New York 1986.

Gälweiler, A., (1987)
Strategische Unternehmensführung, Frankfurt a.M. - New York 1987.

Ganz, M., (1991)
Die Erhöhung des Unternehmenswertes durch die Strategie der externen Diversifikation, Bern - Stuttgart 1991.

Gareis, R., Rabl, W., (1994)
Projekte zur Krisenbewältigung, in: Erfolgsfaktor Krise, hrsg. von R. Gareis, Wien 1994.

Gaugler, E., (1983)
Mitarbeiterbeteiligung in wirtschaftlich schwierigen Zeiten,
in: Personal, 1983, Nr. 2, S. 49 - 52.

Gilson, S. C., (1989)
Management Turnover and Financial Distress,
in: Journal of Financial Economics, 25. Jg. 1989, S. 241 - 262.

Gilson, S. C., (1990)
Bankruptcy, boards, banks, an blockholders,
in: Journal of Financial Economics, 27. Jg. 1990, S. 355 - 387.

Gilson, S. C., (1991)
Managing Default: Some evidence on how firms choose between workouts and chapter 11, in: Journal of Applied Corporate Finance, 4. Jg. 1994, Nr. 2, S. 62 - 70.

Gilson, S. C., (1994)
Debt Restructuring, Optimal Capital Structure, and Renegotiation of Claims During Financial Distress, Harvard Business School Working Paper #94-029.

Gilson, S. C., (1994a)
Continental Airlines - 1992, Teaching Note, Harvard Business School 5-294-127.

Gilson, S. C., (1995)
Investing in Distressed Situations: A Market Survey,
in: Financial Analysts Journal, 51. Jg. 1995, Nr. 6, S. 8 - 27.

Gilson, S. C., (1997)
Creating Value Through Corporate Restructuring, Course Outview,
Harvard Business School, Cambridge 1997.

Gilson, S. C., Cott, J., (1996)
Scott Paper Company, Harvard Business School Case Study 9-296-048.

Gilson, S. C., John, K., Lang, L. H., (1990)
Troubled debt restructurings,
in: Journal of Financial Economics, 27. Jg. 1990, S. 315 - 353.

Gilson, S. C., Karam, S. J., (1994)
Continental Airlines - 1992, Harvard Business School Case Study 9-294-058.

Gilson, S. C., Vetsuypens, M. R., (1993)
CEO Compensation in Financially Distressed Firms: An Empirical Analysis,
in: Journal of Finance, 43. Jg. 1993, S. 425 - 458.

Gilson, S. C., Vetsuypens, M. R., (1994)
Creating Pay-for-Performance in Financially Troubled Companies,
in: Journal of Applied Corporate Finance, 6. Jg. 1994, Nr. 4, S. 81 - 92.

Gless, S.-E., (1996)
Unternehmenssanierung, Wiesbaden 1996.

Gomez, P., (1993)
Wertmanagement, Düsseldorf et al. 1993.

Gomez, P., Weber, B., (1989)
Akquisitionsstrategie, Stuttgart 1989.

Graml, R., (1996)
Unternehmungswertsteigerung durch Desinvestition, Frankfurt et al. 1996.

Gravenbrucher Kreis, (1992)
„Große" oder „kleine" Insolvenzrechtsreform, Stellungnahme des Gravenbrucher Kreises, in ZIP, 13. Jg. 1992, S. 657 - 661.

Greiner, L. E., (1972)
Evolution and revolution as organizations grow,
in: Harvard Business Review, 50 Jg. 1972, S. 37 - 46.

Grenz, T., (1987)
Dimensionen und Typen der Unternehmenskrise, Frankfurt a.M. et al. 1987.

Gres, J., (1995)
Stand des Gesetzgebungsverfahrens - Schwerpunkte der neuen Insolvenzordnung,
in: Neuorientierung der Rechenschaftslegung, Düsseldorf 1995, S. 143 - 157.

Grisebach, R., (1989)
Innovationsfinanzierung durch Venture Capital, München 1989.

Grochla, E., (1974)
Systemtheoretisch-kybernetische Modellbildung betrieblicher Systeme,
in: ZfbF, Sonderheft Nr. 3/1974, Systemtheorie und Betrieb, S. 11 - 22.

Grochla, E., (1975)
Betriebliche Planung und Informationssysteme, Reinbeck 1975.

Grochla, E., (1978)
Einführung in die Organisationstheorie, Stuttgart 1978.

Groß, P. J., (1988)
Sanierung durch Fortführungsgesellschaften, 2. Aufl., Köln 1988.

Großfeld, B., (1994)
Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht - Zur Barabfindung ausscheidender Gesellschafter, 3. Aufl., Köln 1994.

Grub, V., (1995)
Genügt das neue Insolvenzrecht den Erwartungen der Praxis?, Podiums- und Plenardiskussion, in: Neuorientierung der Rechenschaftslegung, Düsseldorf 1995, S. 191 - 217.

Grub, V., Rinn, K., (1993)
Die neue Insolvenzordnung - ein Freifahrtschein für Bankrotteure? in: ZIP, 14. Jg. 1993, S. 1583 - 1587.

Günther, T., Otterbein, S., (1996)
Die Gestaltung der Investor Relations am Beispiel führender deutscher Aktiengesellschaften, in: ZfB, 66. Jg. 1996, S. 389 - 417.

Gutenberg, E., (1938)
Finanzierung und Sanierung, in: HWB, hrsg. von H. Nicklisch, Bd. 1, 2. Aufl., Stuttgart 1938, Sp. 1739 - 1786.

Gutenberg, E., (1962)
Unternehmensführung, Wiesbaden 1962.

Gutenberg, E., (1983)
Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 1, Die Produktion, 24. Aufl., Berlin - Heidelberg - New York 1983.

H

Haas, H., Kienle, R. v., (1952)
Lateinisch - Deutsches Wörterbuch, Heidelberg 1952.

Haberland, G., (1975)
Checklist für das Krisenmanagement, München 1975.

Hachmeister, D., (1995)
Der Discounted Cash Flow als Maß der Unternehmenswertsteigerung, Frankfurt a.M. et al. 1995.

Hagen, R., (1985)
Anreizsysteme zur Strategiedurchsetzung, Spardorf 1985.

Hahn, D., (1971)
Führung des Systems Unternehmung, in: zfo, 40. Jg. 1971, S. 161 - 169.

Hahn, D., (1975)
Integrierte ergebnis- und liquiditätsorientierte Planungs- und Kontrollrechnung als Instrument der Unternehmensführung, in: Unternehmensplanung, hrsg. von H. Ulrich, Wiesbaden 1975, S. 49 - 81.

Hahn, D., (1979)
Frühwarnsysteme, Krisenmanagement und Unternehmungsplanung
in: Frühwarnsysteme, ZfB Ergänzungsheft 2/1979, hrsg. von H. Albach, D. Hahn, P. Mertens, S. 25 - 46.

Hahn, D., (1981)
Führungsaufgaben bei schrumpfendem Absatz, in: ZfbF, 33. Jg. 1981, S. 1079 - 1089.

Hahn, D., (1987)
Risiko-Management - Stand und Entwicklungstendenzen,
in: zfo, 56. Jg. 1987 , S. 137 - 150.

Hahn, D., (1989)
Strategische Unternehmungsführung - Stand und Entwicklungstendenzen,
in: zfo, 58. Jg. 1989, S. 159 - 165 und 326 - 332.

Hahn, D., (1989a)
Strategische Unternehmungsführung - Stand und Entwicklungstendenzen unter besonderer Berücksichtigung US-amerikanischer Konzepte,
in: Organisation, hrsg. von E. Seidel, D. Wagner, Wiesbaden 1989, S. 55 - 78.

Hahn, D., (1990)
Strategische Unternehmungsführung, Grundkonzept,
in: Strategische Unternehmungsplanung - Strategische Unternehmungsführung, hrsg. von D. Hahn, B. Taylor, 5. Aufl., Heidelberg 1990, S. 31 - 51.

Hahn, D., (1990a)
US-amerikanische Konzepte strategischer Unternehmungsführung,
in: Strategische Unternehmungsplanung - Strategische Unternehmungsführung, hrsg. von D. Hahn, B. Taylor, 5. Aufl., Heidelberg 1990, S. 52 - 62.

Hahn, D., (1992)
Entwicklungstendenzen der strategischen Führung,
in: technologie & management, 41. Jg. 1992, Nr. 2, S. 10 - 21.

Hahn, D., (1993)
Planung und Kontrolle,
in: HWB, hrsg. von H. Wittmann et al., 5. Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 3185 - 3200.

Hahn, D., (1993a)
Professionelles Management in Familienunternehmen,
in: Sicherung der Kontinuität von Familienunternehmen, hrsg. vom Institut für Wirtschaftsberatung, Berlin 1993, S. 13 - 55.

Hahn, D., (1994)
Unternehmungsziele im Wandel,
in: Unternehmerischer Wandel, hrsg. von P. Gomez, D. Hahn, G. Müller-Stewens, R. Wunderer, Wiesbaden 1994, S. 59 - 83.

Hahn, D., (1996)
PuK, Controllingkonzepte, 5. Aufl., Wiesbaden 1996.

Hahn, D., Klausmann, W., (1983)
Frühwarnsysteme und strategische Unternehmungsplanung,
in: Strategische Unternehmungsplanung,
hrsg. von D. Hahn, B. Taylor, 2. Aufl., Heidelberg 1983, S. 250 - 266.

Hahn, D., Krystek, U., (1984)
Frühwarnsysteme als Instrument der Krisenerkennung, in: Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Krise, hrsg. von H. Staehle, E. Stoll, Wiesbaden 1994, S. 3 - 24.

Hahn, D., Krystek, U., (1989)
Krisenmanagement, internationales,
in: Handwörterbuch Export und Internationale Unternehmung,
hrsg. von K. Macharzina, M. K. Welge, Stuttgart 1989, Sp. 1220 - 1238.

Hahn, D., Willers H. G., (1990)
Unternehmungsplanung und Führungskräftevergütung,
in: Strategische Unternehmungsplanung - Strategische Unternehmungsführung,
hrsg. von D. Hahn, B. Taylor, 5. Aufl., Heidelberg 1990, S. 494 - 503.

Hahn, O., (1990)
Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, München 1990.

Hamada, R. S., (1969),
Portfolio Analysis, Market Equilibrium, and Corporation Finance,
in: Journal of Finance, 24. Jg. 1969, S. 13 - 31.

Hamel, W., (1992)
Zielsysteme, in: HWO, hrsg. von E. Frese, 3. Aufl., Stuttgart 1992, Sp. 2634 - 2652.

Hardenberg, C. G. v., (1988)
Die Bereitstellung von Venture Capital durch Großunternehmen, Hamburg 1988.

Härtel, H.-H. et al., (1992)
Unternehmenssanierung und Wettbewerb in den neuen Bundesländern, Hamburg 1992.

Hartmann, B., (1983)
Der ausscheidende Gesellschafter in der Wirtschaftspraxis, 3. Aufl., Köln 1983.

Harvard Business School, (1993)
Leveraged Betas and the Cost of Equity, Harvard Business School 9-288-036.

Hasitschka, W., (1988)
Betriebswirtschaftliche Krisenprophylaxe, Theoretische Grundlagen einer Modellierung der flexiblen Schockabsorption, Stuttgart 1988.

Haugen, R. A., Senbet, L. W., (1988)
Bankruptcy and Agency Costs: Their Significance to the Theory of Optimal Capital Structure, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 23. Jg. 1988, Nr. 1, S. 27 - 38.

Hausch, D. B., Seward, J. K., (1995)
Mitigating the Corporate Valuation Problem in Chapter 11 Reorganizations: Transferable Put Rights and Contingent Value Rights, working paper.

Havermann, H., (1986)
Aktuelle Grundsatzfragen aus der Praxis der Unternehmensbewertung, in: Wirtschaft und Wissenschaft im Wandel, Frankfurt a.M. 1986, S. 157 - 170.

Hax, A. C. , Majluf, N. S., (1991)
The Strategy Concept and Process - A Pragmatic Approach, Englewood Cliffs, New Jersey 1991.

Hax, A. C., Majluf, N. S., (1991a)
Strategisches Management, Frankfurt a.M. - New York 1991.

Hax, A. C., Majluf, N. S., (1996)
The Strategy Concept and Process - A Pragmatic Approach, 2. Aufl., Englewood Cliffs, New Jersey 1996.

Hax, H., (1985)
Investitionstheorie, 5. Aufl., Würzburg - Wien 1985.

Hax, H., (1991)
Theorie der Unternehmung - Information, Anreize und Vertragsgestaltung in: Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Theorie, hrsg. von D. Ordelheide, B. Rudolph, E. Büsselmann, Stuttgart 1991, S. 51 - 72.

Hax, H., Marschdorf, H.-J., (1983)
Anforderungen an ein Insolvenzrecht aus betriebswirtschaftlicher Sicht, in: BFuP, 35. Jg. 1983, S. 112 - 130.

Hax, K., (1959)
Planung und Organisation als Instrumente der Unternehmensführung, in: ZfbF, 11. Jg. 1959, S. 606 - 615.

Heilmann, H., Smid, S., (1994)
Grundzüge des Insolvenzrechts, 2. Aufl., München 1994.

Heinen, E., (1971)
Der entscheidungsorientierte Ansatz der Betriebswirtschaftslehre, in: ZfB, 41. Jg. 1971, S. 429 - 444.

Heinen E., (1971a)
Grundlagen betriebswirtschaftlicher Entscheidungen, Band 1: Das Zielsystem der Unternehmung, 2. Aufl., Wiesbaden 1971.

Heinen, E., (1974)
Industriebetriebslehre, 3. Aufl., Wiesbaden 1974.

Heinen E., (1976)
Grundlagen betriebswirtschaftlicher Entscheidungen,
Band 1: Das Zielsystem der Unternehmung, 3. Aufl., Wiesbaden 1976.

Heinen, E., (1984)
Betriebswirtschaftliche Führungslehre, Wiesbaden 1984.

Helbling, C., (1995)
Unternehmensbewertung und Steuern, 8. Aufl., Düsseldorf 1995.

Hellge, G., (1982)
Konkursvermeidung, Berlin 1982.

Helling, N. U., (1994)
Strategieorientierte Unternehmensbewertung, Wiesbaden 1994.

Hemmer, E., (1988)
Sozialplanpraxis in der Bundesrepublik, Köln 1988.

Hemmerde, W., (1985)
Insolvenzrisiko und Gläubigerschutz, Frankfurt a.M. 1985.

Henry, A., (1996)
Wer einmal lügt..., in: WiWo, 1996, Nr. 20, S. 130 - 136.

Hentze, J., Brose, P., Kammel, A., (1993)
Unternehmungsplanung, 2. Aufl., Bern - Stuttgart - Wien 1993.

Henzler, H., (1988)
Vision und Führung, in: Handbuch Strategische Führung,
hrsg. von H. Henzler, Wiesbaden 1988, S. 17 - 33.

Henzler, H., (1988a)
Von der strategischen Planung zur strategischen Führung,
in: ZfB, 58. Jg. 1988, S. 1286 - 1307.

Herter, R. N., (1994)
Unternehmenswertorientiertes Management, München 1994.

Herzig, N., Hötzel, O., (1992)
Steuerorientierte Gestaltungsinstrumente beim Beteiligungskauf,
in: Unternehmensakquisition und Unternehmensbewertung,
hrsg. von W. Busse von Colbe, A. Coenenberg, Stuttgart 1992, S. 293 - 309.

Hess, H., Fechner, D., (1991)
Sanierungshandbuch, 2. Aufl., Neuwied 1991.

Hillebrand, W., Nölting, A., Wilhelm, W., (1993)
Club der Amateure, in: manager magazin, 23. Jg. 1993, Nr. 8, S. 32 - 45.

Hinterhuber, H., (1989)
Strategische Unternehmungsführung, Bd. 2, 4. Aufl., Berlin 1989.

Hinterhuber, H., Krauthammer, E., (1989)
Neu: Das Visions-Team im Unternehmen,
in: io Management Zeitschrift, 58 Jg. 1989, Nr. 6, S. 27 - 30.

Hinterhuber, H., Popp, W., (1994)
Der Beitrag der strategischen Führung zu unternehmerischen Veränderungsprozessen, in: Unternehmerischer Wandel, hrsg. von P. Gomez, D. Hahn, G. Müller-Stewens, R. Wunderer, Wiesbaden 1994, S. 107 - 134.

Hoffmann, J., (1985)
Sanierung mit externer Beratung, in: Krisenmanagement und Sanierungsstrategien, hrsg. von E. Schimke, A. Töpfer, Landsberg am Lech 1985, S. 118 - 132.

Hofmann, N., (1996)
Das große Fressen, in: WiWo, 1996, Nr. 25, S. 132 - 134.

Höhm, H.-P., (1973)
Ansätze zur Analyse der Unternehmung aus systemtheoretischer Sicht, Frankfurt a.M. - Zürich 1973.

Höhn, R., (1974)
Das Unternehmen in der Krise, Bad Harzburg 1974.

Hoskisson, R., Turk, T., (1990)
Corporate Restructuring, Governance and control limits of the internal capital market, in: Academy of Management Review, 15. Jg. 1990, S. 459 - 477.

Howaldt, S. D., (1994)
Sanierungsakquisitionen bei Klein- und Mittelunternehmen (KMU), Hallstadt 1994.

Hungenberg, H., (1992)
Die Aufgaben der Zentrale, in: zfo, 61. Jg. 1992, S. 341 - 354.

Hungenberg, H., (1995)
Zentralisation und Dezentralisation, Wiesbaden 1995.

Hüttemann, H. H., (1993)
Anreizmanagement in schrumpfenden Unternehmungen, Wiesbaden 1993.

I

Institut für Wirtschaftsberatung, (o.J.)
Kriterien für den Kauf und Verkauf von Unternehmen, hrsg. vom Institut für Wirtschaftsberatung, Marienheide o.J.

Iselbag, J., Kaufold, H., (1989)
How to value Recapitalizations and leveraged buyouts,
in: Journal of Applied Corporate Finance, 2. Jg. 1989, Nr. 2, S. 87 - 96.

J

Jaeger, E., (1932)
Lehrbuch des Deutschen Konkursrechts, 8. Aufl., Berlin - Leipzig 1932.

Jaeger, H.-G., (1982)
Entscheidungsvorbereitung und Entscheidungsfindung bei Unternehmen in der Krise - Erfahrungen aus der Praxis, in: Sozo-ökonomische Anwendungen der Kybernetik und Systemtheorie, hrsg. von H. Krallmann, Berlin 1982, S. 29 - 35.

Jaeger, H.-G., (1986)
Kann Krisenmanagement helfen? Sanierungsmöglichkeiten in mittelständischen Unternehmen - ein Fallbeispiel, in: zfo, 55. Jg. 1986, S. 31 - 33.

Jaffe, J., (1974)
Special Information and Insider Trading,
in: Journal of Business, 47. Jg. 1974, S. 410 - 428.

Jänicke, M., (1973)
Krisenbegriff und Krisenforschung,
in: Herrschaft und Krise, Beiträge zur politikwissenschaftlichen Krisenforschung, hrsg. von M. Jänicke, Opladen 1973, S. 10 - 25.

Janisch, M., (1993)
Das strategische Anspruchsgruppenmanagement, Bern - Stuttgart - Wien 1993.

Jensen, M. C., (1972)
Capital Markets: Theory and Evidence,
in: Bell Journal of Economics and Management Science, 1972, S. 357 - 398.

Jensen, M. C., (1983)
Theory and Methodology, in: Accounting Review, 58. Jg. 1983, S. 319 - 339.

Jensen, M. C., (1986)
Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,
in: American Economic Review, 76. Jg. 1986, S. 323 - 329.

Jensen, M. C., (1989)
Active Investors, LBO's, and the Privatization of Bankruptcy,
in: Journal of Applied Corporate Finance, 2. Jg. 1989, S. 35 - 44.

Jensen, M. C., Meckling, W. H., (1976)
Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,
in: The Journal of Financial Economics, 3. Jg. 1976, S. 305 - 360.

Jensen, M. C., Ruback, R. S., (1983)
The market for Corporate Control,
in: Journal of Financial Economics, 11. Jg. 1983, S. 5 - 50.

Jeschke, W., (1992)
Managementmodelle, München 1992.

Jozefowski, H. A., (1985)
Sanierungsfinanzierung, Wien 1985.

Jung, W., (1993)
Praxis des Unternehmenskaufs, Stuttgart 1993.

K

Kabierschke, T. M., (1996)
Sanierung und Konkursabwendung, in: IfW-Forum, Informationsdienst des Instituts für Wirtschaftsberatung, 1. Jg., Oktober 1996, S. 9 - 11.

Kamauff, J. W., Kramer, S. B., Hill, A. V., (1995)
Gating the Benchmarking Process: a Tutorial,
Western Business School Working Paper #95-33.

Kaplan, S. N., Ruback, R. S., (1995)
The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis,
in: Journal of Finance, 50. Jg. 1995, S. 1059 - 1093.

Karsunky, R., (1992)
Entwicklung eines funktionenorientierten „Leveraged-Management-Buy-Out"-Modells und Beurteilung seiner Strukturierungs- und Finanzierungsalternativen in der Bundesrepublik Deutschland, Großbritannien und Frankreich,
Frankfurt a.M. et al. 1992.

Kassow, A., (1996)
Der Bankenpool, Wiesbaden 1996.

Kaufmann, L., (1993)
Planung von Abnehmer-Zulieferer-Kooperationen, Gießen 1993.

Kayser, G., (1983)
Sanierung oder Auflösung, Frankfurt a.M. - Bern 1983.

Kessel, A., (1995)
Der Leveraged Buyout in den USA und der Bundesrepublik Deutschland, Frankfurt a.M. et al. 1995.

Kester, W. C., Luehrman, T. A., (1995)
Rehabilitation the Leveraged Buyout, in: HBR, 73. Jg. 1995, May-June, S. 119 - 130.

Kienbaum, J., Jochmann, W., (1985)
Anforderungsprofil des Krisenmanagers, in: Krisenmanagement und Sanierungsstrategien, hrsg. von E. Schimke, A. Töpfer, Landsberg am Lech 1985, S. 100 - 110.

Kieser, A., Kubicek, H., (1992)
Organisation, 3. Aufl., Berlin - New York 1992.

Kilger, J., (1975)
Der Konkurs des Konkurses, in: KTS, 36. Jg. 1975, S. 142 - 166.

Kim, E. H., Schatzberg, J. D., (1987)
Voluntary Corporate Liquidations, in: Journal of Financial Economics, 19. Jg. 1987, S. 311 - 328.

Kirchgässer, W., (1992)
KHD 2000 - Turnaround in reifen Märkten, in: Erfolg durch Kompetenz, hrsg. von E. Zahn, Stuttgart 1992, S. 103 - 114.

Kirchner, M., (1991)
Strategisches Akquisitionsmanagement im Konzern, Wiesbaden 1991.

Kirsch, W., (1990)
Unternehmenspolitik und strategische Unternehmensführung, München 1990.

Klein, M. M., (1993)
Ies Fill Facilitator Role in Benchmarking Operations to Improve Performance, in: Industrial Engineering, September 1993, S. 40 - 42.

Klein, W., Paarsch, A., (1994)
Aufbau eines Restrukturierungskonzeptes, in: BFuP, 46. Jg. 1994, S. 177 - 189.

Kleine, A., (1995)
Entscheidungstheoretische Aspekte der Principal-Agent-Theorie, Heidelberg 1995.

Klemm, H. A., (1988)
Die Finanzierung und Betreuung von Innovationsvorhaben durch Venture-Capital-Gesellschaften, Frankfurt a.M. et al. 1988.

Koenig, T. L., (1993)
Avenues to Value In the Purchase of Troubled Companies, in: Mergers&Acquisitions, 28. Jg. 1993, Nr. 3, S. 10 - 15.

Korallus, L., (1988)
Die Lebenszyklustheorie der Unternehmung, Frankfurt a.M. et al. 1988.

Kosiol, E., (1965)
Planung als Lenkungsinstrument der Unternehmungsleitung,
in: ZfB, 35. Jg. 1965, S. 389 - 401.

Kosiol, E., (1968)
Einführung in die Betriebswirtschaftslehre, Wiesbaden 1968.

Kosiol, E., (1972)
Die Unternehmung als wirtschaftliches Aktionszentrum, 2. Aufl., Reinbeck 1972.

Kraft, H., (1985)
Potentialanalyse des Unternehmens in der Krise,
in: Krisenmanagement und Sanierungsstrategien,
hrsg. von E. Schimke, A. Töpfer, Landsberg am Lech 1985, S. 16 - 27.

Krahnen, J. P., (1991)
Sunk Costs und Unternehmensfinanzierung, Wiesbaden 1991.

Kreikebaum, H., (1971)
Potentialanalyse und ihre Bedeutung für die Unternehmensplanung,
in: ZfB, 41. Jg. 1971, S. 257 - 272.

Kreikebaum, H., (1987)
Strategische Unternehmensplanung, Stuttgart et al. 1987.

Krieg, W., (1971)
Kybernetische Grundlagen der Unternehmungsgestaltung, Bern - Stuttgart 1971.

Kröger, F., (1990)
Restrukturierungen: Entscheidend ist die Realisierung,
in: Meilensteine im Management, Bd. 2, Restrukturierungen & Turnarounds,
hrsg. von H. Siegwart et al., Stuttgart 1990, S. 405 - 418.

Kropfberger, D., (1986)
Erfolgsmanagement statt Krisenmanagement, Linz 1986.

Krüger, W., (1994)
Transformations-Management,
in: Unternehmerischer Wandel, hrsg. von P. Gomez, D. Hahn,
G. Müller-Stewens, R. Wunderer, Wiesbaden 1994, S. 199 - 228.

Krummenacher, A., (1981)
Krisenmanagement, Leitfaden zum Verhindern und Bewältigen von
Unternehmungskrisen, St. Gallen 1981.

Krüsselberg, U., (1992)
Theorie der Unternehmung und Institutionenökonomik, Heidelberg 1992.

Krystek, U., (1979)
Krisenbewältigungs-Management und Unternehmungsplanung, Gießen 1979.

Krystek, U., (1985)
Reorganisationsplanung, in: ZfB, 55. Jg. 1985, S. 583 - 612.

Krystek, U., (1987)
Unternehmungskrisen, Beschreibung, Vermeidung und Bewältigung überlebenskritischer Prozesse in Unternehmungen, Wiesbaden 1987.

Krystek, U., (1989)
Führung in Ausnahmesituationen - Akute Krisen und Chancen als Führungsaufgabe, in: zfo, 58. Jg. 1989, S. 30 - 37.

Krystek, U., (1989a)
Entwicklung und Kultur der Unternehmung werden durch Krisen verändert, in: zfo, 58. Jg. 1989, S. 186 - 193.

Krystek, U., (1991)
Gefahren bei der Rettung von Unternehmungen: woran Sanierungen scheitern können, in: zfo, 60. Jg. 1991, S. 331 - 337.

Krystek, U., Müller, M., (1995)
Unternehmenssanierung, Freiburg i.Br. 1995.

Krystek, U., Zumbrock, S., (1993)
Planung und Vertrauen, Stuttgart 1993.

Kübler, B. M., Prütting, H., (1994)
Das neue Insolvenzrecht, hrsg. von B. M. Kübler, H. Prütting, Köln 1994.

Kühl, D., Nieder, P., (1994)
Warum brauchen Unternehmen ein Veränderungsmanagement?, in: BFuP, 46. Jg. 1994, S. 190 - 209.

Kulla, B., (1979)
Angewandte Systemwissenschaft, Würzburg - Wien 1979.

Kupsch, P. U., Marr, R., (1991)
Personalwirtschaft, in: Industriebetriebslehre, hrsg. von E. Heinen, 9. Aufl., Wiesbaden 1991, S. 729 - 896.

L

Lambert, R. A., Larcker, D. F., (1989)
Executive Compensation, Corporate Decision-Making and Shareholder-Wealth: A Review of the Evidence, in: Corporate Restructuring and Executive Compensation, hrsg. von J. M. Stern, G. B. Stewart, D. H. Chew, Chambridge (Mass.) 1989, S. 287 - 321.

Lambsdorff, O., (1987)
Wirtschaftspolitische Aspekte einer Insolvenzrechtsreform, in: ZIP, 8. Jg. 1987, S. 809 - 814.

Landfermann, H.-G., (1995)
Der Ablauf eines künftigen Insolvenzverfahrens, in: BB, 50. Jg. 1995, S. 1649 - 1657.

Large, R., (1995)
Unternehmerische Steuerung von Ressourceneignern, Wiesbaden 1995.

Laub, J., (1996)
Management Buy-Outs und Management Buy-Ins in den neuen Bundesländern, Wiesbaden 1996.

Laux, H., (1988)
Grundprobleme der Ermittlung optimaler erfolgsabhängiger Anreizsysteme, in: ZfB, 58. Jg. 1988, S. 9 - 18.

LeCoutre, W., (1926)
Krisenlehren in der Unternehmung, in: Das Geschäft, 3. Jg. 1926, Nr. 4, S. 63 - 65.

Lehavy, R., (1996)
Reliability and Relevance of Fresh Start Financial Statements, unpublished Working Paper, J. L. Kellog Graduate School of Management, Januar 1996.

Leipold, H., (1978)
Theorie der Property Rights: Forschungsziele und Anwendungsbereiche, in: WiSt, 7. Jg. 1978, S. 518 - 525.

Leist, E., (1905)
Die Sanierung von Aktiengesellschaften, Berlin 1905.

Leker, J., (1993)
Fraktionierende Frühdiagnose von Unternehmenskrisen, Köln 1993.

Leopold, G., (1993)
Gewinnung von externem Eigenkapital für nicht börsennotierte Unternehmen, in: Handbuch des Finanzmanagements, hrsg. von G. Gebhardt, W. Gerke, M. Steiner, München 1993, S. 345 - 364.

Lewis, W. W., (1990)
Strategic Restructuring: A Critical Requirement in the Search for Corporate Potential, in: Corporate Restructuring, hrsg. von M. L. Rock, R. H. Rock, New York et al. 1990, S. 43 - 55.

Linde, F., (1994)
Krisenmanagement in der Unternehmung, Berlin 1994.

Linden, D. W., (1995)
You want somebody to like you, get a dog, in: Forbes, 1995, Nr. 8, S. 44 - 46.

Lingenfelder, M., Walz, H., (1988)
Investor Relations als Element des Finanzmarketing,
in: WISU, 17. Jg. 1988, S. 467 - 469.

Lippincott, P. E., (1990)
Corporate Recovery and Reneval: The Restructuring of Scott Paper Co.,
in: Corporate Restructuring, hrsg. von M. L. Rock, R. H. Rock,
New York et al. 1990, S. 296 - 305.

Lohmann, M., (1949)
Einführung in die Betriebswirtschaftslehre, Tübingen 1949.

Löhneysen, G. v., (1982)
Die rechtzeitige Erkennung von Unternehmungskrisen mit Hilfe von
Frühwarnsystemen als Voraussetzung für ein wirksames Krisenmanagement,
Göttingen 1982.

Lublin, J. S., Lipin, S., (1995)
Scott Paper's „Rambo in Pin Stripes" is on the Prowl for Another Company to Fix,
in: WALL STREET JOURNAL, 25.7.1995, S. B1 und B4.

Luehrman, T., (1994)
Note on Adjusted Present Value, Harvard Business School 9-293-092,
Rev. October 1994.

Luehrman, T., (1997)
What's It Worth?, in: HBR, 75. Jg. 1997, Nr. 3, S. 132 - 142.

Luehrman, T., (1997a)
Using APV: A Better Tool for Valuing Operations,
in: HBR, 75. Jg. 1997, Nr. 3, S. 145 - 154.

Luhmann, N., (1968)
Zweckbegriff und Systemrationalität, Tübingen 1968.

Luippold, T. L., (1991)
Management buy outs, Bern - Stuttgart 1991.

Lutz, B., (1990)
Die Sanierung im Lichte betriebswirtschaftlicher Ansprüche und rechtlicher
Normierung, in: Meilensteine im Management, Bd. 2, Restrukturierungen &
Turnarounds, hrsg. von H. Siegwart et al., Stuttgart 1990, S. 421 - 431.

Lynn, D. M., Neyland, R. R., (1992)
The Role of Appraisals in Corporate Restructurings and Bankruptcies,
in: Commercial Lending Review, 7. Jg. 1992, Nr. 3, S. 57 - 65.

M

Maaßen, H. P., (1996)
Managementkapazitäten und Kapital verbinden, in: FAZ, Verlagsbeilage Unternehmensbeteiligungen, 23. 4. 1996, Nr. 95, S. B 17.

Macneil, I. R., (1974)
The Many Futures of Contracts,
in: Southern Californian Law Review, 47. Jg. 1974, S. 691 - 816.

Mag, W., (1995)
Unternehmungsplanung, München 1995.

Manzini, A. O., (1988)
Organizational Diagnosis, New York 1988.

March, J. G., Simon, H. A., (1958)
Organizations, New York 1958.

Markowitz, H. M., (1952)
Portfolio Selection, in: Journal of Finance, 7. Jg. 1952, S. 77 - 91.

Marr, R., Friedel-Howe, H., (1984)
Krisenursachen- und Krisenbewältigungspotentiale von Mitbestimmung und Partizipation, in: Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Krise, hrsg. von W. H. Staehle, E. Stoll, Wiesbaden 1984, S. 287 - 306.

Marr, R., Picot, A., (1991)
Absatzwirtschaft, in: Industriebetriebslehre, hrsg. von E. Heinen, 9. Aufl., Wiesbaden 1991, S. 623 - 728.

Marschdorf, H.-J., (1984)
Unternehmensverwertung im Vorfeld und im Rahmen gerichtlicher Insolvenzverfahren, Bergisch Gladbach 1984.

Matschke, M. J., (1969)
Der Kompromiß als betriebswirtschaftliches Problem bei der Preisfestsetzung eines Gutachters im Rahmen der Unternehmungsbewertung,
in: ZfbF, 21. Jg. 1969, S. 57 - 77.

Matschke, M. J., (1975)
Der Entscheidungswert der Unternehmung, Wiesbaden 1975.

Matschke, M. J., (1979)
Funktionelle Unternehmungsbewertung, Bd. 2:
Der Arbitriumwert der Unternehmung, Wiesbaden 1979.

Matschke, M. J., (1984)
Die Bewertung ertragsschwacher Unternehmungen bei der Fusion, in: BFuP, 36. Jg. 1984, S. 544 - 565.

Maucher, H., (1995)
Führung im Wandel, in: Unternehmerischen Wandel erfolgreich bewältigen, hrsg. von G. Müller-Stewens, J. Spickers, Wiesbaden 1995, S. 89 - 99.

Maus, K. H., (1991)
Sanierungskonzepte als Voraussetzung für den Kauf von Krisenunternehmen, in: DB, 44. Jg. 1991, S. 1133 - 1134.

McConnell, J. J., Servaes, H., (1991)
The Economics of „Pre-Packaged Bankruptcy", in: Journal of Applied Corporate Finance, 4. Jg. 1991, Nr. 2, S. 93 - 97.

Melchers, M., (1995)
Zur Bewertung insolventer Unternehmen unter Berücksichtigung der Reform des Insolvenzrechts, Frankfurt a.M. et al. 1995.

Mellerowicz, K., (1932)
Betriebliche Krisenursachen, in: Bankwissenschaft, 1932/1933, S. 308 - 314.

Mellerowicz, K., (1952)
Der Wert der Unternehmung als Ganzes, Essen 1952.

Mellerowicz, K., (1976)
Unternehmenspolitik, Bd. 1 - Grundlagen, 3. Aufl., Freiburg 1976.

Metallgesellschaft, (1995)
Die Krise als Chance begreifen, Die neue Metallgesellschaft und ihre strategische Ausrichtung, Frankfurt a.M 1995.

Metalllgesellschaft, (1995a)
Wende geschafft, Werte geschaffen, Die Metallgesellschaft im Geschäftsjahr 1994/1995, Geschäftsbericht der Metallgesellschaft AG, Frankfurt 1995.

Meyer-Piening, A., (1993)
Turnaround durch Kostenmanagement - ein Beispiel aus den neuen Bundesländern, in: Turnaround Management, hrsg. von A. Coenenberg, T. Fischer, Stuttgart 1993, S. 27 - 58.

Meyersiek, D., (1991)
Unternehmenswert und Branchendynamik, in: BFuP, 43. Jg. 1991, S. 233 - 244.

Milde, H., (1990)
Übernahmefinanzierung und LBO-Transaktionen, in: ZfB, 60. Jg. 1990, S. 647 - 664.

Mirow, M., (1994)
Shareholder Value als Instrument der internen Unternehmensführung, in: Der Shareholder-Value-Report, hrsg. von R. Bühner, Landsberg a.L. 1994, S. 91 - 105.

Möller, H. P., (1985)
Die Informationseffizienz des deutschen Aktienmarktes, in: ZfbF, 37. Jg. 1985, S. 500 - 518.

Moore, D. D., (1991)
How to Finance a Debtor in Possession, in: Commercial Lending Review, 6. Jg. 1990, Winter 1990-91, S. 3 - 12.

Moore, R. W., (1991)
Cumberland Worldwide Corporation (A), Harvard Business School Case Study 9-291-081.

Moser, A. C., (1991)
Gefahren beim Kauf von Unternehmen, Stuttgart - Berlin - Köln 1991.

Moxter, A., (1976)
Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, Wiesbaden 1976.

Moxter, A., (1983)
Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden 1983.

Mueller, J. M., (1997)
Workout investing for fun and profit, in: Secured Lender, 53. Jg. 1997, Nr. 2, S. 8 - 18.

Müller, R., (1982)
Krisenmanagement in der Unternehmung, Ein Beitrag zur organisatorischen Gestaltung des Prozesses der Krisenbewältigung, Frankfurt a.M. - Bern 1982.

Müller, R., (1986)
Krisenmanagement in der Unternehmung, Vorgehen, Maßnahmen und Organisation, 3. Aufl., Frankfurt a.M. - Bern - New York 1986.

Müller-Merbach, H., (1977)
Frühwarnsysteme zur betrieblichen Krisenerkennung und Modelle zur Beurteilung von Krisenabwehrmaßnahmen, in: Computergestützte Unternehmensplanung, hrsg. von H. D. Plötzeneder, Stuttgart et. al. 1977, S. 419 - 438.

Müller-Stewens, G., (1989)
Krisenmanagement, in: DBW, 49. Jg. 1989, S. 639 - 645.

Müller-Stewens, G., (1994)
Wie bringt man die Veränderungsbotschaft zum Mitarbeiter?, in: io Management Zeitschrift, 63. Jg. 1994, Nr. 10, S. 24 - 29.

Münstermann, H., (1966)
Wert und Bewertung der Unternehmung, Wiesbaden 1966.

Münstermann, H., (1976)
Bewertung von Unternehmungen (und Unternehmensteilen), in: HWF, hrsg. von H. E. Büschgen, Stuttgart 1976, Sp. 168 - 184.

Myers, S. C., (1974)
Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions - Implications for Capital Budgeting, in: Journal of Finance, 29. Jg. 1974, S. 1 - 25.

N

Nagos, P., (1991)
Externe Berichterstattung - Information für „Stakeholders", Zürich 1991.

Napp, H., (1990)
Stillegungen, Stuttgart 1990.

Nathusius, K., (1979)
Venture Management, Berlin 1979.

Neff, T.-J., (1985)
Krisenmanagement: Die Zukunft mit berücksichtigen! in: Thexis, 2. Jg. 1985, Nr. 2, S. 21 - 24.

Neukirchen, K., (1995)
Übersicht, in: FAZ, Verlagsbeilage Unternehmensbeteiligungen, 25.4.1995, S. 1 - 2.

Neukirchen, K., (1995a)
Interesse größer als vor der Krise, in: FAZ, Verlagsbeilage Investor Relations, 11.9.1995, Nr. 211, S. B4.

Neukirchen, K., Maucher, H., (1996)
„Sanieren in jedem Jahr" Interview von B. Behrens, in: WiWo, 1996, Nr. 13, S. 118 - 122.

Nevermann, H., Falk, D., (1986)
Venture Capital, Baden-Baden 1986.

Nicklisch, H., (1932)
Die Betriebswirtschaft, Stuttgart 1932.

Niemann, C., (1995)
Informationsasymmetrien beim Unternehmenskauf, Wiesbaden 1995.

North, D. C., (1981)
Theorie des institutionellen Wandels, Tübingen 1981.

North, D. C., (1990)
Institutions, Institutional Change and Economic Performance, Cambridge et al. 1990.

North, D. C., Thomas, R. P., (1970)
An Economic Theory of the Growth of the Western World,
in: Economic History Review, 23. Jg. 1970, S. 1 - 17.

Nutzinger, H. G., Schasse, U., Teichert, V., (1987)
Mitbestimmung in der Krise, Frankfurt a.M. 1987.

O

Ordelheide, D., (1993)
Institutionelle Theorie und Unternehmung, in: HWB, hrsg. von W. Wittmann et al., 5. Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 1838 - 1855.

Obermüller, M., Hess, H., (1995)
InsO, Heidelberg 1995.

Oldag, A., (1993)
Ostdeutscher Werkzeugmaschinenbau vor schwierigen Privatisierungs-Gesprächen, in: Süddeutsche Zeitung, 26.4.1993, S. 14.

o.V., (1990)
Vom Diener zum Herren, in: manager magazin, 20. Jg. 1990, Nr. 2, S. 19 - 20.

o.V., (1990a)
Karl-Josef Neukirchen - Er will es wissen,
in: manager magazin, 20. Jg. 1990, Nr. 12, S. 201 - 206.

o.V., (1991)
Mit offener Information das Vertrauen von Mitarbeitern und Banken gewonnen,
in: WiWo, Nr. 4, 1991, S. K2.

o.V., (1992)
When firms go bust, in: THE ECONOMIST, 1 Januar 1992, S. 63 - 65.

o.V., (1994)
Rothenberger: In den Ausläufern des Sturms wieder auf Kurs,
in: FAZ, 15.2.1994, Nr. 38, S. 13.

o.V., (1994a)
Der „Vertuschungskünstler" Schimmelbusch sorgt für Zündstoff,
in: FAZ, 20.1.1994, Nr. 16, S. 14.

o.V., (1994b)
Aufsichtsrat der Metallgesellschaft am Pranger
in: FAZ, 25.2.1994, Nr. 47, S. 16.

o.V., (1994c)
Over here and over-hyped, in: THE ECONOMIST, 12. Januar 1994, S. 84.

o.V., (1994d)
Kampf um Fort Knox, in: manager magazin, 24. Jg. 1994, Nr. 10, S. 8 - 10.

o.V., (1995)
Chance für Spekulanten, in: manager magazin, 25. Jg. 1995, Nr. 4, S. 258.

o.V., (1996)
Kommt die KHD-Sanierung, wird wohl auch die Spaltung folgen, in: FAZ, 4.6.1996, Nr. 128, S. 21.

P

Palaß, B., (1993)
Blind Date, in: manager magazin, 23. Jg. 1993, Nr. 12, S. 242 - 249.

Palepu, K. G., Bernard, V. L., Healy, P. M., (1995)
Business Analysis & Valuation, Cincinnati 1995.

Patzak, G., (1982)
Systemtechnik- Planung komplexer innovativer Systeme, Berlin - Heidelberg - New York 1982.

Pausenberger, E., (1970)
Die finanzielle Sanierung, in: Finanzierungshandbuch, hrsg. von H. Janberg, Wiesbaden 1970, S. 553 - 582.

Pausenberger, E., (1989)
Akquisitionsplanung, in: HWPlan, hrsg. von N. Szyperski, Stuttgart 1989, Sp. 18 - 26.

Pausenberger, E., (1992)
Unternehmensakquisitionen und strategische Allianzen, Arbeitspapier Nr. 3/92 des Lehrstuhls für Internationale Unternehmungen und Unternehmenszusammenschlüsse der Justus-Liebig-Universität Gießen.

Peemöller, V. H., Weigert, S. J., (1995)
Die Prüfung eines leistungswirtschaftlichen Sanierungskonzepts, in: BB, 50. Jg. 1995, S. 2311 - 2317.

Peteraf, M. A., (1993)
The Cornerstones of Competitive Advantage: A Resource-Based View, in: Strategic Management Journal, 14. Jg. 1993, S. 179 - 191.

Pfohl, H.-C., Stölzle, W., (1996)
Funktionen und Prozesse der Planung, in: WiSt, 25. Jg. 1996, S. 233 - 237.

Picot, A., (1982)
Transaktionskostenansatz in der Organisationstheorie: Stand der Diskussion und Aussagewert, in: DBW, 42. Jg. 1982, S. 267 - 284.

Picot, A., (1989)
Innovative Unternehmensgründungen, Berlin et al. 1989.

Picot, A., (1991)
Ökonomische Theorien der Organisation - Ein Überblick über neuere Ansätze und deren betriebswirtschaftliches Anwendungspotential,
in: Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Theorie, hrsg. von D. Ordelheide, B. Rudolph, E. Büsselmann, Stuttgart 1991, S. 143 - 170.

Picot, A., (1991a)
Ein neuer Ansatz zur Gestaltung der Leistungstiefe,
in: ZfbF, 43. Jg. 1991, S. 336 - 357.

Picot, A., Dietl, H., (1990)
Transaktionskostentheorie, in: WiSt, 19. Jg. 1990, S. 178 - 184.

Picot, A., Michaelis, E., (1984)
Verteilung von Verfügungsrechten in Großunternehmungen und Unternehmungsverfassung, in: ZfB, 54. Jg. 1984, S. 252 - 272.

Picot, G., (1995)
Vertragsrecht, in: Kauf und Restrukturierung von Unternehmen,
hrsg. von G. Picot, München 1995, S. 1 - 108.

Picot, G., (1995a)
Arbeitsrecht, in: Kauf und Restrukturierung von Unternehmen,
hrsg. von G. Picot, München 1995, S. 321 - 428.

Porter, M., (1979)
The contributions of industrial organization to strategy formulation: a promise beginning to be realized, Harvard Business School Working Paper #79-60.

Porter, M., (1979a)
How competitive forces shape strategy, in: HBR, 57. Jg. 1979, Nr. 2, S. 137 - 145.

Porter, M., (1989)
Wettbewerbsvorteile, Frankfurt a.M. - New York 1989.

Post, D. B., Hochberg, S. I., (1991)
Turnarounds and Approaches to Managing Distressed Businesses:
in: Investing in Bankruptcies and Turnarounds, hrsg. von S. N. Levine,
New York 1991, S. 329 - 374.

Prahalad, C. K., (1997)
The Role of Core Competencies in the Corporation, in: Managing Strategic Innovation and Change, hrsg. von M. L., Tushman, P. Anderson, New York - Oxford 1997.

Prahalad, C. K., Hamel, G., (1990)
The Core Competence of the Corporation,
in: Harvard Business Review, 1990, No. 3, S. 79 - 91.

Psotta, M., (1994)
Rettungsversuch für Deckel Maho, in: FAZ, 6.5.1994, Nr. 105, S. 13.

Pümpin, C., (1992)
Das Dynamik Prinzip, Taschenbuchauflage, Düsseldorf - Wien 1992.

Pümpin, C., (1994)
Unternehmenseigner und Unternehmensentwicklung,
in: Unternehmerischer Wandel, hrsg. von P. Gomez, D. Hahn,
G. Müller-Stewens, R. Wunderer, Wiesbaden 1994, S. 273 - 292.

Pümpin, C., Prange, J., (1991)
Management der Unternehmensentwicklung, Frankfurt - New York 1991.

Pümpin, C., Pritzl, R., (1991)
Unternehmenseigner brauchen eine ganz besondere Strategie,
in: HARVARDmanager, 13. Jg. 1991, S. 44 - 50.

Q

Quintero, R. G., Timpson, R. D., (1991)
Determining Whether a Company Is Really a Turnaround Candidate,
in: Investing in Bankruptcies and Turnarounds, hrsg. von S. N. Levine,
New York 1991, S. 283 - 309.

R

Räbel, D., (1986)
Venture Capital als Instrument für Innovationsfinanzierung, Köln 1986.

Rappaport, A., (1986)
Creating Shareholder Value, The New Standard für Business Performance,
New York - London 1986.

Räss, H. E., (1990)
Reaktionen der Bank auf die Gefährdung ihres Engagements,
in: Meilensteine im Management, Bd. 2, Restrukturierungen & Turnarounds,
hrsg. von H. Siegwart et al., Stuttgart 1990, S. 245 - 263.

Räss, H. E., (1993)
Die Restrukturierung von Unternehmen aus der Sicht der kreditgebenden Bank,
Bern - Stuttgart - Wien 1993.

Raubach, U., (1983)
Früherkennung von Unternehmenskrisen, Frankfurt a.M. et al. 1983.

Rauh, M., (1990)
Turnaround - kein Erfolg ohne Vertrauen,
in: Meilensteine im Management, Bd. 2, Restrukturierungen & Turnarounds,
hrsg. von H. Siegwart et al., Stuttgart 1990, S. 381 - 389.

Rauschnabel, M., (1996)
Sanierungsstrategien der Treuhandanstalt, Wiesbaden 1996.

Reiferson, P. J., (1992)
Federated Department Stores, Inc., Harvard Business School Case Study 9-292-079.

Reiferson, P. J., Fenster, S. R., (1991)
Sunbeam-Oster Company, Inc., Harvard Business School Case Study 9-291-052.

Reutner, F., (1991)
Turn around, Strategie einer erfolgreichen Umstrukturierung, 3. Aufl.,
Landsberg am Lech 1991.

Ribbert, S., (1995)
Interim-Management durch externe Führungskräfte, Bergisch Gladbach - Köln 1995.

Richert, E., (1992)
Das strategische Marketingpotential der Unternehmung, Frankfurt a.M. et al. 1992.

Richter, F., (1996)
Die Finanzierungsprämissen des Entity-Ansatzes vor dem Hintergrund des
APV-Ansatzes zur Bestimmung von Unternehmenswerten,
in: ZfbF, 48. Jg. 1996, S. 1076 - 1096.

Richter, R., (1991)
Institutionenökonomische Aspekte der Theorie der Unternehmung
in: Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Theorie, hrsg. von D. Ordelheide,
B. Rudolph, E. Büsselmann, Stuttgart 1991, S. 395 - 429.

Ridder-Aab, C.-M., (1980)
Die moderne Aktiengesellschaft im Lichte der Theorie der Eigentumsrechte,
Frankfurt a.M. - New York 1980.

Risse, W., (1994)
Betriebswirtschaftliche Aspekte der Sanierung durch Unternehmensfortführung nach
der Insolvenzordnung, in: KTS, 55. Jg. 1994, S. 465 - 491.

Röckemann, C., (1995)
Börsendienste und Anlegerverhalten, Wiesbaden 1995.

Rödl, H., (1979)
Kreditrisiken und ihre Früherkennung, ein Informationssystem zur Erhaltung des
Unternehmens, Düsseldorf - Frankfurt a.M. 1979.

Röhrich, M., (1992)
Feindliche Übernahmeangebote, Baden-Baden 1992.

Ropella, W., (1989)
Synergie als strategisches Ziel der Unternehmung, Berlin - New York 1989.

Ross, W. L., (1991)
Restructuring and Turnaround Opportunities, Rothschild Inc., June 27, 1991.

Rossant, J., (1997)
Arabian Knight?, in: BUSINESS WEEK, 21. April 1997, S. 50 - 52.

Röthing, P., (1976)
Organisation und Krisen-Management, in: zfo, 45. Jg. 1976, S. 13 - 20.

Ruback, R. S., (1995)
A Note on Capital Cash Flow Valuation, Harvard Business School 9-295-069.

Ruback, R. S., McNair, E. H., (1992)
Federated Department Stores, Inc., Harvard Business School Case Study 9-292-079.

Rudhart, P. M., (1978)
Stillegungsplanung, Wiesbaden 1978.

Rudolph, F., (1994)
Controlling für Unternehmen in schrumpfenden Märken: Funktionen - Prozesse - Instrumente, Wiesbaden 1994.

Rühli, E., (1989)
Funktionen der Planung,
in: HWPlan, hrsg. von N. Szyperski, Stuttgart 1989, Sp. 566 - 578.

Rühli, E., (1990)
Visionen, in: Die Unternehmung, 44. Jg. 1990, S. 112 - 119.

Rühli, E., (1994)
Die Resource-based View of Strategy,
in: Unternehmerischer Wandel, hrsg. von P. Gomez, D. Hahn,
G. Müller-Stewens, R. Wunderer, Wiesbaden 1994, S. 31 - 57.

Rüschenpöhler, H. S., (1973)
Die Kunst des Krisen-Management, in: Plus, 6. Jg. 1973, S. 32 - 37.

Rütschi, K.-A., (1989)
Sanierungsmanagement bei Unternehmenskrisen,
in: io Management Zeitschrift, 58. Jg. 1989, Nr. 2, S. 54 - 57.

Rütschi, K.-A., (1989a)
Sanierungsmanagement bei Unternehmenskrisen,
in: io Management Zeitschrift, 58. Jg. 1989, Nr. 3, S. 34 - 37.

S

Salerno, T. J., Hansen, C. D., (1991)
A Prepackaged Bankruptcy Strategy,
in: Journal of Business Strategy, 12. Jg. 1991, Nr. 2, S. 36 - 41.

Samer, M., (1990)
Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge gemäß § 291 Abs. 1 AktG in Konkurs und Vergleich der Untergesellschaft, Freiburg 1990.

Sautter, M. T., (1989)
Strategische Analyse von Unternehmensakquisitionen, Frankfurt a.M. et al. 1989.

Sawall, E., (1990)
Stillegung, in: Meilensteine im Management, hrsg. von H. Siegwart et al., Bd. 2, Restrukturierungen & Turnarounds, Stuttgart 1990, S. 491 - 506.

Schaaf, W. A., (1990)
Unternehmungskrisen und deren Bewältigung,
in: Meilensteine im Management, hrsg. von H. Siegwart et al., Bd. 2, Restrukturierungen & Turnarounds, Stuttgart 1990, S. 433 - 460.

Schaaff, W., Schimke, E., (1985)
Finanzmanagement in der Krise, in: Krisenmanagement und Sanierungsstrategien, hrsg. von E. Schimke, A. Töpfer, Landsberg am Lech 1985, S. 35 - 45.

Schaarschmidt, W., Jochmann, W., (1985)
Interessenausgleich und Sozialplan, in: Krisenmanagement und Sanierungsstrategien, hrsg. von E. Schimke, A. Töpfer, Landsberg am Lech 1985, S. 85 - 99.

Schanz, G., (1983)
Unternehmensverfassungen in verfügungsrechtlicher Perspektive,
in: DBW, 43. Jg. 1983, S. 259 - 270.

Scherer, F. M., (1988)
Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments,
in: Journal of Economic Perspectives, 2. Jg. 1988, Nr. 1, S. 69 - 82.

Schiemenz, B., (1993)
Systemtheorie, betriebswirtschaftliche,
in: HWB, hrsg. von W. Wittmann et al., 5. Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 4127 - 4140.

Schifrin, M., (1994)
Reborn and deleveraged, in: Forbes, 15. August 1994, S. 85.

Schimke, E., (1985)
Entwicklung und Umsetzung von Sanierungsstrategien,
in: Krisenmanagement und Sanierungsstrategien, hrsg. von E. Schimke, A. Töpfer, Landsberg am Lech 1985, S. 28 - 34.

Schmalenbach, E., (1928)
Finanzierungen, 4. Aufl., Leipzig 1928.

Schmidt, R.-B., (1977)
Wirtschaftslehre der Unternehmung, Bd. 1, Grundlagen und Zielsetzung, 2. Aufl., Stuttgart 1977.

Schmidt, R. H., (1984)
Asymmetrische Information und Gläubigerverfügungsrechte in der Insolvenz, in: ZfB, 54. Jg. 1984, S. 717 - 742.

Schmidt, R. H., (1992)
Organisationstheorie, transaktionskostenorientierte, in: HWO, hrsg. von E. Frese, 3. Aufl., Stuttgart 1992, Sp. 1854 - 1865.

Schmidt, R. H., (1992a)
Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 2. Aufl., Wiesbaden 1986, Nachdruck 1992.

Schmidt, R. H., (1996)
Zur Entwicklung der Insolvenzen in Ost- und Westdeutschland, in: Unternehmenssicherung und Unternehmensentwicklung, hrsg. von R. Elschen, Stuttgart 1996, S. 195 - 207.

Schmidt-Räntsch, R., (1995)
Insolvenzordnung, Köln 1995.

Schmiedel, E., (1984)
Die Prüfung der Sanierungswürdigkeit unter betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten, in: Betriebswirtschaftslehre mittelständischer Unternehmen, hrsg. von H. Albach, T. Held, Stuttgart 1984, S. 359 - 373.

Schneider, D., (1985)
Die Unhaltbarkeit des Transaktionskostenansatzes für die „Markt oder Unternehmung“ Diskussion, in: ZfB, 55. Jg. 1985, S. 1237 - 1254.

Schnitzler, L., (1995)
Rothenberger-Gruppe: Wieder aufatmen, in: WiWo, 1995, Nr. 36, S. 46 - 47.

Schoppe, S. G. et al., (1995)
Moderne Theorie der Unternehmung, München - Wien 1995.

Schreyögg, G., (1996)
Organisation, Wiesbaden 1996.

Schröder, J., (1985)
Sanierung ohne externe Beratung, in: Krisenmanagement und Sanierungsstrategien, hrsg. von E. Schimke, A. Töpfer, Landsberg am Lech 1985, S. 133 - 150.

Schulten, M. F., (1995)
Krisenmanagement, Berlin 1995.

Schwaninger, M., (1989)
Integrale Unternehmensplanung, Frankfurt a.M. - New York 1989.

Schwarz, G., (1989)
Unternehmungskultur als Element des strategischen Managements, Berlin 1989.

Schweitzer, M., (1993)
Planung und Kontrolle,
in: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, hrsg. von F. X. Bea, E. Dichtl,
M. Schweitzer, Bd. 2, 6. Aufl., Stuttgart - New York 1993, S. 19 - 102.

Schweizer, R. W., (1990)
Turnaround-Management im Industrie-Unternehmen,
in: Meilensteine im Management, hrsg. von H. Siegwart et al., Bd. 2,
Retrukturierungen & Turnarounds, Stuttgart 1990, S. 285 - 294.

Schwenkedel, S., (1991)
Management buyout: ein Geschäftsfeld für Banken, Wiesbaden 1991.

Schwertlick, W., Lessing, R., (1977)
Bilanz des Versagens, in: manager magazin, 7. Jg. 1977, Nr. 3., S. 26 - 33.

Seeger, C., (1995)
Nicht angefaßt, in: WiWo, 1995, Nr. 40, S. 168 - 176.

Segal, C., (1995)
Die Finanzierung ostdeutscher Unternehmen durch renditeorientierte
Kapitalbeteiligungsgesellschaften, Frankfurt a.M. et al. 1995.

Seidemann, R. S., Sands, D. A., (1991)
Determining the Likelihood of a Turnaround, in: Workouts and Turnarounds, hrsg.
von D. DiNapoli, S. C. Sigoloff, R. F. Cushman, Homewood 1991, S. 44 - 71.

Selz, M., (1992)
For Many Small Businesses, Chapter 11 Closes the Book,
in: WALL STEET JOURNAL, 4. November 1992, S. B2.

Serfling, K., Pape, U., (1995)
Theoretische Grundlagen und traditionelle Verfahren der Unternehmensbewertung,
in: WISU, 23. Jg. 1995, S. 808 - 820.

Serfling, K., Pape, U., (1996)
Strategische Unternehmensbewertung und Discounted Cash Flow-Methode,
in: WISU, 24. Jg. 1996, S. 57 - 64.

Sharpe, W. F., (1964)
Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, in: Journal of Finance, 19. Jg. 1964, S. 425 - 442.

Shuchman, M. L., White, J. S., (1995)
Die Kunst des Turnaround: Wie Sie ein Unternehmen retten, Düsseldorf 1995.

Sieben, G., (1963)
Der Substanzwert der Unternehmung, Wiesbaden 1963.

Sieben, G., (1992)
Wesen, Ermittlung und Funktionen des Substanzwertes als vorgeleistete Ausgaben, in: Unternehmensakquisition und Unternehmensbewertung, hrsg. von W. Busse von Colbe, A. Coenenberg, Stuttgart 1992, S. 67 - 88.

Sieben, G., (1993)
Unternehmensbewertung, in: HWB, 5. Aufl., hrsg. von W. Wittmann et al., Stuttgart 1993, Sp. 4315 - 4331.

Sieben, G., Lutz, H., (1984)
Die Bewertung eines ertragsschwachen Unternehmens im Rahmen der Bestimmung der angemessenen Barabfindung beim Abschluß eines Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrages, in: BFuP, 36. Jg. 1984, S. 566 - 576.

Sieben, G., Russ, W., (1989)
Sanierungs- und Liquidationsplanung, in: HWPlan, hrsg. von N. Szyperski, Stuttgart 1989, Sp. 1765 - 1774.

Sieben, G., Zapf, B., (1981)
Unternehmensbewertung als Grundlage unternehmerischer Entscheidungen, Stuttgart 1981.

Siegert, T., (1993)
Aussagefähige Wertsteigerungsanalysen, in: FAZ, Beilage Unternehmensbeteiligungen, 26.4.1993, Nr. 96, S. B 18.

Silver, A. D., (1992)
The Turnaround Survival Guide, Strategies for the Company in Crisis, Dearborn 1992.

Simon, H. A., (1961)
Administrative Behavior, 2. Aufl., New York 1961.

Simon, H. A., (1981)
Entscheidungsverhalten in Organisationen, 3. Aufl., Landsberg am Lech 1981.

Söhnchen, R., (1992)
Arbeitsmotivation bei Unternehmenssanierungen, Frankfurt a.M. 1992.

Spremann, K., (1992)
Projekt-Denken versus Perioden-Denken, in: Controlling, hrsg. von K. Spremann, E. Zur, Wiesbaden 1992, S. 363 - 380.

Staehle, W. H., (1993)
Krisenmanagement, in: HWB, hrsg. von W. Wittmann et al., 5. Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 2452 - 2466.

Staehle, W. H., (1994)
Management, 7. Aufl., München 1994.

Stahl, M., (1995)
Buyouts zur Privatisierung in den Transformationsländern Mittel- und Osteuropas, Wiesbaden 1995.

Starbuck, W. H., Nystrom, P. C., (1995)
Krisensituationen, Führung in, in: HWFü, hrsg. von A. Kieser, G. Reber, R. Wunderer, Stuttgart 1995, Sp. 1386 - 1397.

Steinle, C., Eggers, B., ter Hell, A., (1994)
Gestaltungsmöglichkeiten und -grenzen von Unternehmungskulturen, in: JfB, 1994, Nr. 3 - 4, S. 129 - 148.

Steiner, M., (1993)
Finanzplanung, in: Vahlens großes Controlling Lexikon, hrsg. von T. Reichmann, P. Horvàth, München 1993, S. 230 - 231.

Steinöcker, R., (1993)
Akquisitionscontrolling: strategische Planung von Firmenübernahmen, Berlin et al. 1993.

Stowasser, (1923)
Stowassers Lateinisch-Deutsches Schul- und Handwörterbuch, umgearbeitet von M. Petschenig, 7. Aufl., Leipzig 1923.

Stüdemann, K., (1995)
Der Gedanke der Fortführung insolvent gewordener Unternehmen und seine Verwirklichung im neuen Insolvenzrecht, in: BFuP, 47. Jg. 1995, S. 1 - 25.

Stürner, R., (1991)
Aufstellung und Bestätigung des Insolvenzplans, in: Insolvenzrecht im Umbruch, hrsg. von D. Leipold, Köln et al. 1991, S. 41 - 49.

Süchting, J., (1995)
Finanzmanagement: Theorie und Politik der Unternehmensfinanzierung, 6. Aufl., Wiesbaden 1995.

Suter, A., (1995)
Kernfähigkeiten aktiv managen - strategisch und operativ, in: io Management Zeitschrift, 64. Jg. 1995, Nr. 4, S. 92 - 95.

Swoboda, P., (1984)
Die Prüfung der Sanierungsfähigkeit von Unternehmungen,
in: Betriebswirtschaftslehre mittelständischer Unternehmen,
hrsg. von H. Albach, T. Held, Stuttgart 1984, S. 374 - 388.

Szyperski, N., (1981)
Unternehmensgründungen in der Krisendynamik,
in: Unternehmenskrisen - Ursachen, Frühwarnung, Bewältigung,
hrsg. von R. Bratschitsch, W. Schnellinger, Stuttgart 1981, S. 149 - 171.

T

Tannenbaum, R., Schmidt, W. H., (1958)
How to choose a leadership pattern,
in: Harvard Business Review, 36. Jg. 1958, S. 95 - 101.

Teichner, W. A., Fellow, C. M., Luehrman, T. A., (1992)
Note on Bankruptcy in the United States, Harvard Business School 9-292-062.

Tietzel, M., (1981)
Die Ökonomik der Property Rights: Ein Überblick,
in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 30. Jg. 1981, S. 207 - 243.

Tirole, J., (1988)
The Theory of Industrial Organization, Cambridge (Mass.) 1988.

Töpfer, A., (1985)
Personalmanagement in der Krise, in: Krisenmanagement und Sanierungsstrategien,
hrsg. von E. Schimke, A. Töpfer, Landsberg am Lech 1985, S. 77 - 84.

Töpfer, A., (1990)
Insolvenzursachen, Turn-around, Erfolgsfaktoren, 1. Teil,
in: zfo, 59. Jg. 1990, S. 323 - 329.

Turnheim, G., (1988)
Sanierungsstrategien,
Mit strategischer Planung aus der Unternehmenskrise, Wien 1988.

U

Uhlenbruck, W., (1981)
Krise, Konkurs, Vergleich und Sanierung als neue Aufgabe der Betriebswirtschaft,
in: Unternehmenskrisen - Ursachen, Frühwarnung, Bewältigung,
hrsg. von R. Bratschitsch, W. Schnellinger, Stuttgart 1981, S. 173 - 214.

Uhlenbruck, W., (1983)
Zum Stand der Insolvenzrechtsreform, in: BFuP, 35. Jg. 1983, S. 131 - 144.

Uhlenbruck, W., (1994)
Das neue Insolvenzrecht, Herne - Berlin 1994.

Uhlenbruck, W., (1995)
Genügt das neue Insolvenzrecht den Erwartungen der Praxis?, Podiums- und Plenardiskussion, in: Neuorientierung der Rechenschaftslegung, Düsseldorf 1995, S. 191 - 217.

Uhlenbruck, W., (1996)
Betriebswirtschaftliche Aspekte der Insolvenzrechtsreform 1994 - Anspruch und Wirklichkeit, in: Unternehmenssicherung und Unternehmensentwicklung, hrsg. von R. Elschen, Stuttgart 1996, S. 209 - 228.

Ulrich, H., (1970)
Die Unternehmung als produktives soziales System, 2. Aufl., Bern - Stuttgart 1970.

Ulrich, H., (1989)
Eine systemtheoretische Perspektive der Unternehmungsorganisation, in: Organisation, hrsg. von E. Seidel, D. Wagner, Wiesbaden 1989, S. 13 - 26.

V

Van Horne, J. C., Wachowicz, J. M., (1995)
Fundamentals of Financial Management, Englewood Cliffs 1995.

Veser, E., (1995)
Unternehmungskultur, -identität und -image als interdependente Problemfelder strategischer Unternehmungsführung, Gießen 1995.

Vest, P., (1995)
Der Verkauf von Konzernunternehmen durch Management Buy-Out, Wiesbaden 1995.

Vieregge, H., (1996)
Mehr als Kredit, in: FAZ - Unternehmensbeteiligungen, Nr. 95, 1996, S. B1.

Vogelsang, G., (1988)
Unternehmenskrisen - Hauptursachen und Wege zu ihrer Überwindung, in: ZfbF, 40. Jg. 1988, S. 100 - 111.

W

Wagenhofer, A., (1993)
Unternehmenssanierung, in: HWB, hrsg. von W. Wittmann et al., 5. Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 4380 - 4391.

Wagner, W., (1995)
Die Messung der Überschuldung, in: Neuorientierung der Rechenschaftslegung, Düsseldorf 1995, S. 171 - 190.

Wälchli, A., (1995)
Strategische Anreizgestaltung, Stuttgart - Wien 1995.

Warrikoff, A., (1996)
Die Möglichkeiten zum Unternehmenserhalt nach dem neuen Insolvenzrecht, in: KTS, 56. Jg. 1996, S. 489 - 504.

Weber, J., Dreyer, P., (1995)
Scott Rolls Out A Risky Strategy, in: BUSINESS WEEK, 22. Mai 1995, S. 48.

Weber, K., (1990)
Wirtschaftsprognostik, München 1990.

Weber, M., Schiereck, D., (1993)
Marktbezogene Bestimmung der Kapitalkosten, in: Handbuch des Finanzmanagements, hrsg. von G. Gebhardt, W. Gerke, M. Steiner, München 1993.

Weck, P. de., (1990)
Sanierung von verschiedenen Unternehmen aus der Sicht der Banken, in: Meilensteine im Management, hrsg. von H. Siegwart et al., Bd. 2, Restrukturierungen & Turnarounds, Stuttgart 1990, S. 201 - 212.

Wegmann, J., (1987)
Die Sanierungsprüfung, Bergisch Gladbach - Köln 1987.

Wellensiek, J., (1990)
Unternehmensfortführung und Betriebsveräußerung im Konkurs, in: Meilensteine im Management, hrsg. von H. Siegwart et al., Bd. 2, Restrukturierungen & Turnarounds, Stuttgart 1990, S. 471 - 490.

Wenger, E., (1981)
Unternehmenserhaltung und Gewinnbegriff, Wiesbaden 1981.

Wenger, E., (1989)
Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Theorie, in: Die Betriebswirtschaftslehre im Spannungsfeld zwischen Generalisierung und Spezialisierung, hrsg. von W. Kirsch, A. Picot, Wiesbaden 1989, S. 155 - 181.

Wenger, E., Terberger, E., (1988)
Die Beziehung zwischen Agent und Prinzipal als Baustein einer ökonomischen Theorie der Organisation, in: WiSt, 17. Jg. 1988, S. 506 - 514.

Wehrmann, Hans, (1995)
System- und evolutionstheoretische Betrachtungen der Organisationsentwicklung, Frankfurt a.M. et al. 1995.

Werbalowsky, J. I., (1991)
Allocating Value in Restructuring Transactions, in: Investing in Bankruptcies and Turnarounds, hrsg. von S. N. Levine, New York 1991, S. 48 - 58.

Wernerfelt, B., (1984)
A Resource Based View of the Firm,
in: Strategic Management Journal, 5. Jg. 1984, S. 171 - 180.

Westrick, L., (1995)
Beratungsaspekte des neuen Insolvenzrechts,
in: Neuorientierung der Rechenschaftslegung, Düsseldorf 1995, S. 159 - 170.

Widmer, H., (1993)
Unternehmergespräch - Die schlechte Konjunktur als Chance zur Rationalisierung,
in: FAZ, 17.5.1993, S. 17.

Widmer, R., (1988)
Visionen im Management,
in: io Management Zeitschrift, 57. Jg. 1988, Nr. 2, S. 77 - 79.

Wiener, N., (1968)
Kybernetik, Hamburg 1968.

Wienhold, K., Baumgärtner, J., (1995)
Turnaround - Management in einem ostdeutschen Unternehmen,
in: Controlling, 5. Jg. 1995, Nr. 1, S. 30 - 41.

Wirth, G., (1996)
Gearing up for a Downturn,
in: INVESTMENT DEALER'S DIGEST, September 1996, S. 14 - 20.

Wild, J., (1982)
Grundlagen der Unternehmungsplanung, 4. Aufl., Opladen 1982.

Williamson, O. E., (1970)
Corporate Control and Business Behavior, Englewood Cliffs 1970.

Williamson, O. E., (1971)
The Vertical Integration of Production: Market Failure Considerations,
in: American Economic Review, 61. Jg. 1971, S. 112 - 123.

Williamson, O. E., (1975)
Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications, New York - London 1975.

Williamson, O. E., (1981)
The Modern of Corporation: Origins, Evolution, Attributes,
in: Journal of Economic Literature, 19. Jg. 1981, S. 1537 - 1568.

Williamson, O. E., (1984)
The Economics of Governance,
in: Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, Bd. 140, 1984, S. 195 - 223.

Williamson, O. E., (1985)
The Economic Institutions of Capitalism, New York - London 1985.

Williamson, O. E., (1990)
The Firm as a Nexus of Treaties, in: The Firm as a Nexus of Treaties, hrsg. von M. Aoki; B. Gustafsson; O. E. Williamson, London et al. 1990, S. 1 - 25.

Wilms, F. E., (1995)
Entscheidungsverhalten als rekursiver Prozeß, Wiesbaden 1995.

Wines, L., (1995)
Albert J. Dunlap: Following the paper trail, in: Journal of Business Strategy, 16. Jg. 1995, Nr. 5, S. 48 - 49.

Witt, E., (1993)
Beteiligungskapital, in: Management Buy-Out, hrsg. von J. Lennhardt, M. Stefanovic, Düsseldorf 1993, S. 70 - 78.

Witte, E., (1981)
Unternehmenskrise - Anfang vom Ende oder Neubeginn?, in: Unternehmenskrisen - Ursachen, Frühwarnung, Bewältigung, hrsg. von R. Bratschitsch, W. Schnellinger, Stuttgart 1981, S. 7 - 24.

Wittmann, W., (1959)
Unternehmung und unvollkommene Information, Köln - Opladen 1959.

Wobmann, W., (1955)
Unternehmungswirtschaftliche Betrachtungen zur Sanierung und zum Sanierungsgewinn, Bern 1955.

Wöhler, H., (1981)
Betriebliche Desinvestitionsplanung, Düsseldorf 1981.

Wolff, B., (1995)
Organisation durch Verträge, Wiesbaden 1995.

Wright, P., Pringle, C. D., Kroll, M. J., (1994)
Strategic Management, Boston et al. 1994.

Wunderer, R., (1995)
Mitarbeiterführung und unternehmerischer Wandel, in: Unternehmerischen Wandel erfolgreich bewältigen, hrsg. von G. Müller-Stewens, J. Spickers, Wiesbaden 1995, S. 101 - 124.

Z

Zemke, I., (1995)
Die Unternehmensverfassung von Beteiligungskapital-Gesellschaften, Wiesbaden 1995.

Zettel, W., (1995)
Organisation zur Steigerung des Unternehmungswertes, Aachen 1995.

Zuberbühler, M., (1988)
Krisensignale?, Turnaround Management ist aktuell, in: io Management Zeitschrift, 57. Jg. 1988, Nr. 1, S. 32 - 35.

Zwick, A., (1992)
Turnaround-Management in Ostdeutschland, St. Gallen 1992.

Zybon, A., (1976),
Sanierung, in: HWB, hrsg. von E. Grochla, W. Wittmann, 4. Aufl., Stuttgart 1976, Sp. 3493 - 3500.